



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Marlos Lopes Godinho Erling

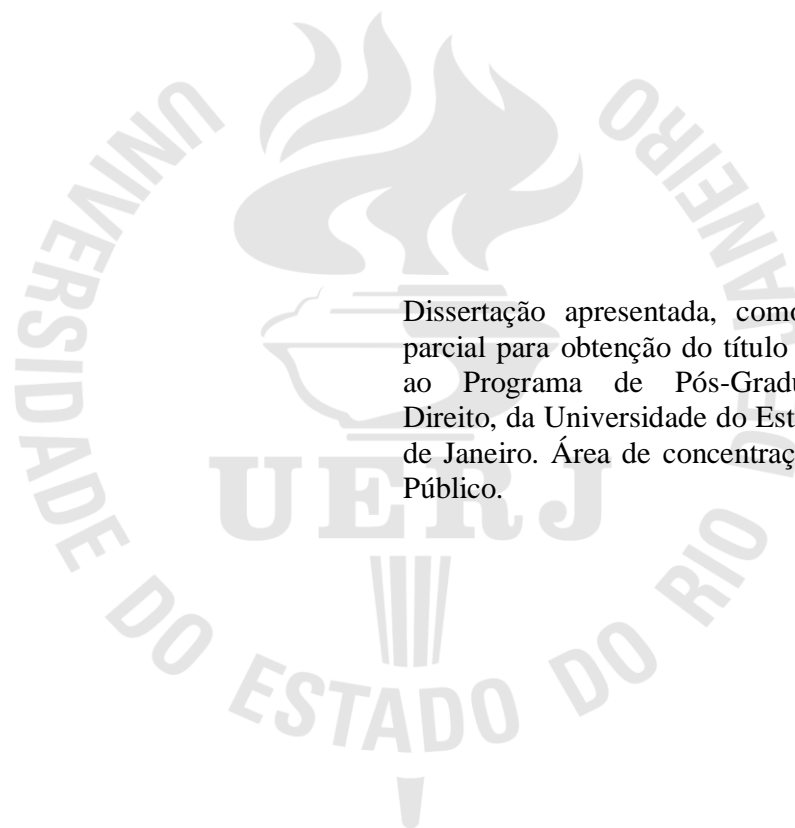
**Regulação financeira sistêmica no Brasil: desafios e propostas de
aprimoramento institucional**

Rio de Janeiro

2013

Marlos Lopes Godinho Erling

**Regulação financeira sistêmica no Brasil: desafios e propostas de aprimoramento
institucional**



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Direito Público.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Binenbojm

Rio de Janeiro

2013

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

E69 Erling, Marlos Lopes Godinho.

Regulação financeira sistêmica no Brasil : desafios e propostas de aprimoramento institucional / Marlos Lopes Godinho Erling. – 2013. 448 f.

Orientador: Prof. Dr. Gustavo Binenbojm.
Dissertação (mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Direito público - Teses. 2. Direito administrativo – Teses. 3. Finanças – Teses. I. Binenbojm, Gustavo. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 342(81)

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

Assinatura

Data

Marlos Lopes Godinho Erling

**Regulação financeira sistêmica no Brasil: desafios e propostas de aprimoramento
institucional**

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Direito Público.

Aprovada em:

Banca examinadora:

Prof. Dr. Gustavo Binenbojm (Orientador)

Faculdade de Direito - UERJ

Prof^a. Dr^a. Patrícia Ferreira Baptista

Faculdade de Direito - UERJ

Prof. Dr. Carlos Ari Vieira Sundfeld

Fundação Getúlio Vargas

Rio de Janeiro

2013

AGRADECIMENTOS

A presente dissertação é o resultado de uma jornada árdua e longa, que não se concretizaria sem o apoio incondicional de muitas pessoas. E a elas eu dedico algumas palavras que, certamente, são incapazes de traduzir toda a minha gratidão e amor.

Aos meus pais e minha irmã, Nei, Telma e Liza, agradeço pelo amor, apoio, carinho e incentivo. Sem vocês eu não seria nada e não teria os estímulos necessários a cursar o Mestrado. O sentimento de felicidade em finalizar esse projeto acadêmico é enorme e vocês são os maiores responsáveis por ele.

Aos meus colegas da Procuradoria do Banco Central do Brasil no Rio de Janeiro, agradeço pela amizade, apoio e compreensão durante todo o curso de Mestrado. Apesar de estar comprometido com aulas, seminários, trabalhos e a dissertação, vocês sempre estiveram por perto. Obrigado!

A vida sempre foi muito boa para mim, tanto que me proporcionou diversos amigos, amigas e irmãos de coração. Agradeço a todos vocês! Obrigado pela força e compreensão!

Aos coordenadores da Linha de Pesquisa em Direito Público da UERJ, agradeço pela oportunidade acadêmica de cursar o Mestrado. Aos professores do Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* da UERJ com quem tive a oportunidade de conviver, muito obrigado por compartilhar ensinamentos e servir de inspiração! Não tenho dúvidas de que cada um de vocês está representado ao longo do texto da dissertação. Agradeço, também, ao eficiente suporte administrativo dado pela Secretaria, representada pela gentileza e disponibilidade da Sônia.

Não posso deixar de agradecer aos meus colegas do Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* da UERJ, com os quais compartilhei diversos momentos, angústias, informações, estudos e experiências nos últimos anos. Guardarei as lembranças e a amizade de vocês para sempre.

À Professora Patrícia Baptista, faço um agradecimento especial por ter me inspirado a iniciar um estudo mais profundo sobre o tema da dissertação durante a Disciplina de Direito Econômico, além de participar da banca de qualificação da dissertação, na qual foram dadas sugestões valiosas ao aperfeiçoamento do texto.

Ao Professor Gustavo Binenbojm, por quem nutro imensa admiração, muito obrigado pela disponibilidade e pelos incentivos! Seus ensinamentos são uma inspiração para mim e muito do que foi escrito é o reflexo das aulas e conversas sobre o tema.

RESUMO

ERLING, Marlos Lopes Godinho. *Regulação financeira sistêmica no Brasil: desafios e propostas de aprimoramento institucional*. 2013. 448 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

A presente dissertação versa sobre o estudo da regulação financeira sistêmica brasileira e está dividida em quatro capítulos. No primeiro capítulo, descreve-se a essência das atividades financeiras e narra-se a trajetória histórica que deu ensejo à criação de Bancos Centrais e o surgimento da regulação bancária no mundo. Em seguida, discorre-se sobre o processo de expansão do sistema financeiro e sua internacionalização face à globalização financeira dos mercados. Após a exposição de razões políticas, comportamentais, econômicas e técnicas consideradas determinantes para a consumação da última crise financeira mundial (caso *subprime*), demonstra-se que uma regulação financeira sistêmica adequada constitui um processo complexo, dinâmico e contínuo de gestão pública com vistas a evitar ou atenuar os efeitos de crises sistêmicas. Nesse sentido, são expostos os motivos por que o Brasil enfrentou bem tal crise, através da apresentação da evolução dos processos regulatórios domésticos nos últimos anos. No segundo capítulo, utilizado o marco político-filosófico de John Rawls, sustenta-se a ideia de que a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo é uma questão de justiça básica que deve influenciar o desenho político-institucional em sociedades democráticas constitucionais. Nesse sentido, afirma-se a possibilidade de geração de um consenso sobreposto, segundo o ideal de razão pública, quanto à necessidade de estabelecimento de instituições, relativamente descoladas dos ciclos político-eleitorais e dotadas de especialização técnica, responsáveis pelo planejamento e acompanhamento público e transparente da sustentabilidade da execução da política monetária e da regulação financeira sistêmica propriamente dita no longo prazo. Adicionalmente, em razão da globalização financeira dos mercados, discorre-se sobre os limites e possibilidades do ideal de razão pública nos organismos financeiros internacionais (redes globais de governo), instituídos para definir padrões de regulação financeira sistêmica, e são feitos comentários acerca da existência de um Direito Administrativo Global. No terceiro capítulo, defende-se a ideia de razão prática regulatória como a diretriz adequada de atuação sustentável do Estado na economia com foco em resultados, a fim de estimular o progresso nos processos regulatórios, mediante o uso do *better regulation* como paradigma de análise de custos e benefícios. Após, expõe-se a noção de juridicidade administrativa como a mais compatível com a Constituição, além de defender-se a legitimidade democrática e o poder normativo das agências reguladoras financeiras. Por fim, com fundamento nas características do desenho institucional da estrutura regulatória brasileira, são formuladas propostas de aprimoramento institucional. No último capítulo, são feitos comentários sobre as vantagens, limites e riscos de judicialização dos processos regulatórios financeiros em democracias constitucionais, o que motiva a construção de parâmetros institucionais e materiais de atuação judicial, posteriormente analisados em precedentes importantes julgados no Brasil nos últimos anos.

Palavras-chave: Regulação financeira sistêmica. Estabilidade financeira de longo prazo como questão de justiça básica. Razão prática regulatória. Paradigma de melhora regulatória. Desenho institucional de agências reguladoras financeiras. Parâmetros de controle jurisdicional de atos regulatórios financeiros.

ABSTRACT

ERLING, Marlos Lopes Godinho. *Systemic financial regulation in Brazil: challenges and proposals for institutional improvement*. 2013. 448 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

This dissertation deals with the study of systemic financial regulation in Brazil and is divided into four chapters. The first chapter describes the essence of the financial activities and narrates the historical trajectory that gave rise to the creation of Central Banks and the emergence of banking regulation in the world. Afterwards, it exposes the expansion process of the financial system and its internationalization due to globalization of financial markets. Then, it presents political, behavioral, economic and technical reasons considered crucial to the consummation of the last global financial crisis (*subprime* case) and concludes that an adequate systemic financial regulation is a complex, dynamic and continuous public management process in order to prevent or mitigate the effects of systemic crises. In this sense, it shows why Brazil faced the last crisis well, through the exposure of the evolution of the domestic regulatory processes in recent years. In the second chapter, based on the John Rawls's political liberalism framework, it holds up the idea that sustainable financial stability over time is a matter of basic fairness that should influence the design of political institutions in democratic constitutional societies. In this sense, it states the possibility of generating overlapping consensus, according to the ideal of public reason, on the need to establish institutions, relatively detached from electoral cycles and endowed with technical expertise, responsible for planning and monitoring the long run sustainability implementation of accountable monetary policy and systemic financial regulation as well. Additionally, due to the globalization, it discusses the limits and possibilities of the ideal of public reason in the international financial organizations (global networks of government), established to set systemic financial regulatory standards, as well as comments are made about a Global Administrative Law. In the third chapter, it argues the idea of regulatory practice reason as the appropriate guideline for sustainable state performance in the economy with a focus on results, in order to stimulate progress in regulatory processes through the use of better regulation as a paradigm of cost-benefit analysis. After, it exposes the notion of constitutional legality and it defends the democratic legitimacy and the normative power of the financial regulatory agencies. Finally, based on the characteristics of the institutional design of the regulatory framework in Brazil, proposals for institutional improvement are formulated. In the last chapter, it comments the advantages, limitations and risks involved in judicialization of financial regulatory processes in constitutional democracies, which motivates the construction of institutional and material parameters of judicial action, subsequently analyzed in important cases judged in Brazilian courts.

Key-words: Systemic financial regulation. Sustainable financial stability over time as a matter of basic justice. Regulatory practice reason. Better regulation paradigm.

Institutional design of brazilian financial regulatory agencies. Parameters of judicial control of financial regulatory acts.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
1 A ATIVIDADE FINANCEIRA COMO ELA É: DOS PRIMÓDIOS AO CENÁRIO CONJUNTURAL MUNDIAL PÓS-CRISE <i>SUBPRIME</i> NORTE-AMERICANA	31
1.1 Os bancos nos primórdios da História e o surgimento da moeda	38
1.2 A ascensão definitiva do capitalismo, o desenvolvimento moderno da atividade bancária e o surgimento dos Bancos Centrais: o início da regulação bancária	43
1.3 Evolução do sistema financeiro na segunda metade do século XX e perspectivas preliminares para o sistema financeiro global	48
1.4 Estudo de caso: a crise no mercado imobiliário norte-americano <i>subprime</i>	53
1.4.1 <u>Razões de estratégia política: uma “captura inversa”?</u>	73
1.4.2 <u>Razões comportamentais: a análise econômica dos incentivos.</u>	79
1.4.3 <u>Razões de teoria econômica: a culpa é de quem?</u>	85
1.4.4 <u>Razões técnicas</u>	90
1.5 Entre virtudes e progressos regulatórios: uma apresentação da regulação financeira sistêmica brasileira contemporânea em evolução.	96
2 FUNDAMENTOS POLÍTICO-FILOSÓFICOS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA: A ESTABILIDADE FINANCEIRA SUSTENTÁVEL AO LONGO DO TEMPO COMO QUESTÃO DE JUSTIÇA BÁSICA	107
2.1 Pressupostos do liberalismo político de John Rawls.....	119
2.2 Pontos fundamentais da filosofia política liberal de John Rawls: a estabilidade financeira como questão de justiça básica.....	127
2.2.1 <u>Ideias fundamentais e o construtivismo político</u>	127
2.2.2 <u>A formação de um consenso sobreposto razoável e a razão pública na regulação financeira sistêmica da democracia constitucional brasileira</u>	134

2.3 O Direito dos Povos como extensão internacional do liberalismo político de John Rawls: limites e possibilidades da razão pública nos organismos financeiros internacionais.	147
2.3.1 <u>Banco de Compensações Internacionais (BIS)</u>	170
2.3.1.1 Comitê de Supervisão Bancária de Basiléia (BCBS).....	172
2.3.1.2 Comitê de Sistema Financeiro Global (CGFS).....	182
2.3.1.3 Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações (CPSS).....	183
2.3.1.4 Comitê de Mercados.....	184
2.3.1.5 Fórum de Governança de Bancos Centrais (CBGF).	185
2.3.1.6 Comitê Irving Fisher de Estatísticas de Bancos Centrais (IFC).....	186
2.3.2 <u>Fundo Monetário Internacional</u>	187
2.3.3 <u>G-20</u>	192
2.3.4 <u>Conselho de Estabilidade Financeira (FSB)</u>	193
2.4 Parâmetros político-filosóficos para a definição de estratégias financeiras regulatórias sistêmicas em sociedades constitucionais democráticas: uma síntese conclusiva.	195
3 DESAFIOS DA REGULAÇÃO FINANCEIRA SISTÊMICA NO CONTEXTO DA GLOBALIZAÇÃO DOS MERCADOS: FUNDAMENTOS ESPECÍFICOS E PARÂMETROS INSTITUCIONAIS DE DESENHO REGULATÓRIO PARA O BRASIL.	201
3.1 <i>Better regulation</i>: o equilíbrio entre as “falhas de mercado” e “falhas de Estado” por instrumentos transparentes de mensuração de impacto regulatório.	215
3.1.1 <u>Do mito dos mercados racionais à razão prática regulatória como o melhor parâmetro de estratégia regulatória.</u>	217
3.1.2 <u>Falhas de mercado</u>	223
3.1.2.1 Poder de mercado: concorrência e regulação sistêmica de conglomerados financeiros.	224
3.1.2.2 Assimetrias de informação financeira.	230

3.1.2.3 Externalidades.....	233
3.1.2.4 Bens públicos.....	234
3.1.2.5 Regulação pública não estatal e a autorregulação nos mercados financeiros: limites e possibilidades.....	235
3.1.3 <u>Falhas de Estado: limitações e incentivos comportamentais dos políticos e burocratas</u>	238
3.1.4 <u>Conclusões parciais: <i>better regulation</i> como diretriz deliberativa para avaliação concreta dos resultados regulatórios</u>	244
3.2 Juridicidade administrativa e a regulação financeira sistêmica brasileira: os fundamentos de legitimidade constitucional de atuação regulatória	253
3.2.1 <u>Legitimidade democrática das agências reguladoras financeiras</u>	263
3.2.2 <u>O poder normativo regulatório da Administração Pública e o “dever regulamentar” no Sistema Financeiro Nacional</u>	270
3.3 O modelo institucional de estrutura da regulação financeira sistêmica no Brasil	279
3.3.1 <u>Conselho Monetário Nacional (CMN)</u>	285
3.3.1.1 Banco Central do Brasil.....	289
3.3.1.1.1 Estabilidade monetária.....	295
3.3.1.1.2 Estabilidade financeira propriamente dita: a regulação do risco sistêmico... ..	298
3.3.1.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM).....	304
3.3.2 <u>Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)</u>	307
3.3.2.1 Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).....	309
3.3.3 <u>Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)</u>	312
3.3.3.1 Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).....	314
3.3.4 Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (COREMEC)	317
3.3.5 Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE)	318
3.4 Propostas de aprimoramento institucional da regulação financeira sistêmica do Brasil	323

4 PERSPECTIVAS DE CONTROLE JURISDICIONAL DA REGULAÇÃO FINANCEIRA SISTÊMICA DOS MERCADOS: A DEFINIÇÃO E O TESTE DE PARÂMETROS INSTITUCIONAIS E MATERIAIS DE ATUAÇÃO JUDICIAL.	338
4.1 A interface entre o Direito Constitucional e políticas econômicas: a Constituição Econômica como base normativa de conexão	345
4.2 Parâmetros institucionais e materiais para um controle jurisdicional adequado da regulação financeira sistêmica: separação de poderes e diálogos constitucionais.	358
4.3 Uma análise da jurisprudência selecionada dos Tribunais brasileiros sobre regulação financeira sistêmica: o teste dos parâmetros	379
4.3.1 <u>A eficácia normativa da expressão “taxas de juros reais” do revogado § 3º do art. 192 da Constituição brasileira: uma autocontenção judicial em face do Poder Constituinte Originário?</u>	381
4.3.2 <u>Reestruturações regulatórias no Sistema Financeiro Nacional em momentos de instabilidade financeira sistêmica: relevar formalismos constitucionais e gerir a pauta de julgamentos é uma “virtude judicial passiva”?</u>	390
4.3.3 <u>Juridicidade dos planos econômicos de estabilização monetária: a jurisdição constitucional está preparada para se sujeitar ao “ônus do regulador financeiro”?</u>	398
4.3.4 <u>A interpretação do art. 25, §1º, I, do ADCT da Constituição pelo Supremo Tribunal Federal: o risco sistêmico pode resultar de decisão judicial?</u>	404
4.3.5 <u>Desenho institucional e blindagem de dirigentes de autoridades reguladoras financeiras: o caso do Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil e a eficácia argumentativa dos <i>Core Principles</i> do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia.</u>	408
4.3.6 <u>A exigência de reputação ilibada para agentes do sistema financeiro nacional: presunção de não culpabilidade e o controle de proporcionalidade de autorizações administrativas para atuação no mercado financeiro.</u>	409
CONCLUSÃO	414
REFERÊNCIAS	434

INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos anos da história econômica brasileira, notadamente a partir da década de 1990 do século passado, o Brasil tem passado por transformações institucionais significativas resultantes de políticas públicas implementadas no âmbito do sistema financeiro, as quais permitem dizer que, atualmente, em termos de diagnóstico quanto a resultados, o país atingiu e usufrui de um nível razoável de estabilidade financeira.

Aliás, pode-se dizer, sem receio, que a situação atual de estabilidade financeira vivida pelo Brasil constitui um novo paradigma econômico na história nacional, haja vista a cultura política de instabilidade monetária, fiscal e orçamentária em quase toda a sua História, desde o período colonial até meados das últimas décadas do século XX.¹

A propósito, antes mesmo da década de 1990, a Constituição brasileira de 1988 havia definido marcos normativos importantes à estabilidade financeira, ao afirmar o Banco Central como entidade dotada de competência administrativa exclusiva para a emissão de moeda, vedada a possibilidade de financiamento do Tesouro Nacional, com vistas a impedir o financiamento público através do uso de instrumentos monetários, sem prejuízo da permissão específica para o uso legítimo do mercado aberto interbancário de títulos públicos federais para fins de política monetária.²

¹ Detalhes da trajetória de instabilidade econômica do Brasil podem ser consultados em diversas obras sobre a história econômica do Brasil. De todas, para fins de destaque, v. PRADO JUNIOR, Caio. *Histórica econômica do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 2008; e FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1998.

² Quanto ao sistema financeiro, a Constituição brasileira de 1988 prescreve a competência da União, através do Congresso Nacional (art. 48, XIII e XIV), para emitir moeda (art. 21, VII), bem como “administrar as reservas cambiais do País e fiscalizar as operações de natureza financeira, especialmente as de crédito, câmbio e capitalização, bem como as de seguros e de previdência privada” (art. 21, VIII), o que, logicamente, leva à atribuição constitucional de competência legislativa da União para legislar sobre “sistema monetário e de medidas, títulos e garantias dos metais” (art. 22, VI), “política de crédito, câmbio, seguros e transferência de valores” (art. 22, VII) e “sistemas de poupança, captação e garantia da poupança popular” (art. 22, XIX). Especificamente no que diz respeito à política monetária, o *caput* do art. 164 da Constituição brasileira de 1988 preceitua que a “competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo Banco Central”, sendo “vedado ao Banco Central conceder, direta ou indiretamente, empréstimos ao Tesouro Nacional e a qualquer órgão ou entidade que não seja instituição financeira” (art. 164, §1º), observada a possibilidade de o Banco Central do Brasil “comprar e vender títulos de emissão do Tesouro Nacional, com o objetivo de regular a oferta de moeda ou a taxa de juros” (art. 164, §2º), que ocorre no âmbito do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC). A referida vedação constitucional foi posteriormente regulada pelo art. 39 da Lei Complementar nº 101, de 2000, *in verbis*: “Art. 39. Nas suas relações com ente da Federação, o Banco Central do Brasil está sujeito às vedações constantes do art. 35 e mais às seguintes: I - compra de título da dívida, na data de sua colocação no mercado, ressalvado o disposto no § 2º deste artigo; II - permuta, ainda que temporária, por intermédio de instituição financeira ou não, de título da dívida de ente da Federação por título da dívida pública federal, bem como a operação de compra e venda, a termo, daquele título, cujo efeito final seja

Assim, sem embargo de mencionar o início de um processo efetivo de abertura do Brasil ao comércio internacional pelo Governo Collor, no início da década de 1990, foram executadas políticas públicas progressistas muito importantes destinadas ao objetivo de criar e manter um ambiente econômico nacional de razoável equilíbrio e austeridade financeira, no qual os agentes econômicos pudessem planejar e firmar relações financeiras com maior segurança.

Dentre as políticas públicas bem sucedidas, destacam-se, principalmente: (i) o projeto de estabilidade monetária³ inaugurado pelo Plano Real (Leis nº 8.880, de 1994⁴, e 9.069, de 1995⁵), conjugado, inicialmente, com um regime de bandas cambiais, e posteriormente reforçado pela adoção institucional de um sistema de metas de inflação, definidas por Resoluções periódicas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, em atenção ao Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999,⁶ atualmente atrelado a um regime

semelhante à permuta; III - concessão de garantia. § 1º O disposto no inciso II, *in fine*, não se aplica ao estoque de Letras do Banco Central do Brasil, Série Especial, existente na carteira das instituições financeiras, que pode ser refinanciado mediante novas operações de venda a termo. § 2º O Banco Central do Brasil só poderá comprar diretamente títulos emitidos pela União para refinar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo na sua carteira. § 3º A operação mencionada no § 2º deverá ser realizada à taxa média e condições alcançadas no dia, em leilão público. § 4º É vedado ao Tesouro Nacional adquirir títulos da dívida pública federal existentes na carteira do Banco Central do Brasil, ainda que com cláusula de reversão, salvo para reduzir a dívida mobiliária”.

³ A Lei nº 4.595, de 1964, que traz a estrutura original do Sistema Financeiro Nacional (SFN), estabelece a competência do Conselho Monetário Nacional para a formulação da política monetária no Brasil (art. 2º), com vistas, especialmente, ao controle da inflação, “prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais” (art. 3º, II), em conformidade com o ideal de estabilidade financeira, mediante análise coordenada das “políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa” (art. 3º, VII).

⁴ A Lei nº 8.880, de 1994, é resultado da conversão da Medida Provisória nº 482, de 1994, que constitui reedição das Medidas Provisórias de nº 434 e 457, editadas no mesmo ano.

⁵ A Lei nº 9.069, de 1995, é resultado da conversão da Medida Provisória nº 1.027, de 1995, que constitui reedição das Medidas Provisórias de nº 542, 566, 596, 635, 681, 731, 785, 851, 911, 953, 978 e 1.004, editadas entre 1994 e 1995.

⁶ O Decreto nº 3.088, de 1999, editado pelo Presidente Fernando Henrique Cardoso com fundamento no art. 4º, *caput*, da Lei nº 4.595, de 1964, estabeleceu, pela primeira vez na história econômica brasileira, um procedimento público, transparente e organizado de definição de diretrizes de política monetária de longo prazo. Desse modo, criou-se um Sistema de Metas para a Inflação – SMPI (art. 1º), em que as metas são definidas anualmente no âmbito do Conselho Monetário Nacional, segundo índices oficiais de preços (art. 3º) e com intervalos de tolerância (“bandas”), em conformidade com proposta do Ministro da Fazenda e antecedência de “até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior”. Definida a meta de inflação, compete ao Banco Central do Brasil executar a diretriz de política monetária, nos termos dos arts. 9º e 10, inciso XII, da Lei nº 4.595, de 1964, e art. 2º do Decreto nº 3.088, de 1999, através do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (COPOM). A meta é tida por cumprida “quando a variação acumulada da inflação (...) relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância” (art. 4º), sob pena de o Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil assumir o dever de divulgar, publicamente, as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, na qual constará: (i) a descrição

cambial flutuante que subsiste até hoje; (ii) a instituição legal de instrumentos preventivos e mais efetivos de saneamento de instituições financeiras bancárias com o advento da Lei nº 9.447, de 1997,⁷ bem como a execução de programas de reestruturação do sistema bancário brasileiro⁸ através do PROER e do PROES,⁹ além da criação do Fundo Garantidor de Créditos (FGC)¹⁰ e o advento de um novo Sistema de Pagamentos – SPB;¹¹ (iii) a realização de um amplo ajuste fiscal federativo, com a reorganização da dívida pública de Estados e Municípios e a edição da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 2001), no nítido propósito de controle e gestão transparente da dívida pública, em prol de um endividamento público

detalhada das causas do descumprimento; (ii) as providências consideradas adequadas para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e (iii) o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito. Por fim, o decreto impõe, por razões republicanas, o dever de elaboração pelo Banco Central do Brasil, até o último dia de cada trimestre civil, de “Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de ‘metas para a inflação’, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação” (art. 5º). Pode-se dizer que o SMPI é uma concretização do dever constitucional de planejamento público das atividades do Estado, com caráter vinculante, nos termos da parte final do art. 174 da Constituição brasileira de 1988.

⁷ A Lei nº 9.447, de 1997, é resultado da conversão da Medida Provisória nº 1.182, de 1995.

⁸ Com o advento da estabilidade monetária após o Plano Real, houve a natural e significativa “perda de receita inflacionária” – ou *floating* – pelos bancos, o que comprometeu a situação financeira-patrimonial de diversas instituições financeiras bancárias no país, sobretudo aquelas cuja solvência estava atrelada a esse tipo de receita financeira, sem prejuízo do fato de que a estabilidade monetária tornou mais claro e transparente quais instituições financeiras detinham “créditos de liquidação duvidosa”.

⁹ O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), no contexto de estabilização monetária, foi instituído pela Resolução nº 2.208, de 1995, do Conselho Monetário Nacional, conjuntamente com a edição da Medida Provisória nº 1.179, de 1995, posteriormente convertida na Lei nº 9.710, de 1998. O Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), destinado, basicamente, ao saneamento financeiro de bancos estaduais para fins de posterior privatização, foi regulado pela Medida Provisória nº 1.514, de 1996, com última reedição sob o nº 2.192-70, de 2001, cuja eficácia se mantém em razão do art. 2º da Emenda Constitucional nº 32, de 2001, juntamente executado com a Resolução nº 2.365 do Conselho Monetário Nacional, de 1997. A título ilustrativo, as operações financeiras de execução do PROER demandaram, naquele momento, dispêndios financeiros de R\$20,4 bilhões ou, aproximadamente, 2,7% do PIB, no triênio de 1995 a 1997.

¹⁰ A constituição do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) foi autorizada pela Resolução nº 2.197 do Conselho Monetário Nacional, de 1995, com a finalidade de criação de uma associação privada, sem fins lucrativos, destinada à gestão de um sistema de seguro de depósitos (créditos) com abrangência sobre as instituições financeiras bancárias captadoras de depósitos, com a aprovação do seu Estatuto e Regulamento pela Resolução nº 2.211 do Conselho Monetário Nacional, de 1995. Atualmente, o FGC foi aperfeiçoado pelas Resoluções de nº 4.087 e 4.222 do Conselho Monetário Nacional, de 2012 e 2013, respectivamente, além de autorizada a criação de um FGC específico para cooperativas singulares de crédito e bancos cooperativos integrantes do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo (SNCC), através da Resolução nº 4.150 do Conselho Monetário Nacional, de 2012, cujo Estatuto e Regulamento foram aprovados através da edição da Resolução nº 4.284 do Conselho Monetário Nacional, de 2013.

¹¹ Ver Lei nº 10.214 e Resolução nº 2.882 do Conselho Monetário Nacional, ambas de 2001.

sustentável,¹² com o estabelecimento de metas de superávit primário;¹³ (iv) a adoção, conforme já frisado, do regime cambial flutuante em uma economia internacionalmente aberta;¹⁴ e, por fim, (v) um processo de acumulação substancial de reservas internacionais com lastro em moedas fortes¹⁵ nos últimos anos.

Em decorrência das políticas públicas acima mencionadas, pode-se perceber, respectivamente: (i) a institucionalização de um ambiente econômico de razoável previsibilidade aos agentes econômicos com a obtenção da estabilidade monetária,¹⁶ que consiste, simultaneamente: (i.a) em incentivo muito positivo à livre iniciativa econômica para empreender e planejar, (i.b) um incentivo positivo ao endividamento público sustentável, (i.c) em arranjo institucional de proteção reforçada dos menos favorecidos quanto aos efeitos negativos de fenômeno inflacionário,¹⁷ os quais,

¹² Talvez o próximo passo significativo do Brasil seja definir de forma pública e transparente uma agenda fiscal razoavelmente justa e equilibrada para o país nos próximos anos, conforme Antônio Delfim Netto, *in verbis*: “(...) faz sentido pensar uma ‘agenda fiscal’ para construir um Estado-indutor eficiente, livremente escolhido pelos cidadãos e constitucionalmente limitado, que é a melhor ferramenta com que até agora pode contar a sociedade para estimular o seu desenvolvimento social e econômico. Ele deve fortalecer as inovações que nascem da liberdade individual e as instituições que melhoram o funcionamento dos ‘mercados’ competitivos, que precisam ser regulados e harmonizados com políticas públicas que reduzem a desigualdade de oportunidades” (DELFIM NETTO, Antônio. *A agenda fiscal*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 27). Detalhes da trajetória, em série histórica, da Dívida Bruta e Líquida do Governo Federal, a partir de 2008, podem ser obtidos no seguinte endereço eletrônico: <http://www.bcb.gov.br/?dividadlsp08>. Acesso em 01.03.2013.

¹³ De forma simplificada, pode-se dizer que o superávit primário ocorre quando as receitas públicas superam as despesas públicas em determinado ano-base, expurgados os juros e a correção monetária da dívida pública.

¹⁴ É importante mencionar que o uso ostensivo de instrumentos cambiais para um controle forte de fluxos monetários nunca foi bem sucedida no Brasil. Ao contrário, tal postura política quase sempre produziu distorções negativas ao sistema financeiro nacional, com geração de fortes pressões inflacionárias e benefícios privados apropriados, sobretudo, pelos setores exportadores, em detrimento da sociedade como um todo, o que evidencia a frágil legitimidade do uso da política cambial para fins de política comercial, industrial ou de emprego para o país. Nesse sentido, a estratégia regulatória brasileira atual de adoção do regime de câmbio flutuante mostrou-se a mais adequada à estabilidade financeira do país, o que vai ao encontro das recomendações internacionais, sobretudo do Fundo Monetário Internacional (FMI).

¹⁵ Dentre as moedas fortes que lastreiam a carteira de ativos que compõem as reservas internacionais, destaca-se, obviamente, o dólar norte-americano.

¹⁶ As desvantagens sociais dos efeitos sistêmicos da inflação são evidentes. Conforme expõe Rosa Maria Lastra, “a inflação é considerada uma doença grave para o bem-estar econômico de um país; ela aumenta a incerteza, desencoraja investimentos e cria conflitos nas relações industriais. Ela também possui perniciosos efeitos sociais, incluindo: a redistribuição arbitrária da renda e riqueza, a erosão e desincentivo à poupança” (LASTRA, Rosa Maria. *Banco Central e regulamentação bancária*. Belo Horizonte: Livraria Del Rey, 2000, p. 25).

¹⁷ Em 2010, o Banco Central do Brasil realizou pesquisa denominada “O brasileiro e sua relação com o dinheiro”. Nela se constatou que mais da metade - 55 (cinquenta e cinco) % - da população economicamente ativa (PEA) recebe sua remuneração salarial diretamente em dinheiro, principalmente os

geralmente, não têm recursos excedentes para poupar e usam, principalmente, o papel-moeda ou “dinheiro” para a aquisição de bens básicos, (i.d) além de contribuir para um processo gradual e mais seguro de elevação da concessão de crédito às pessoas em geral (inclusão financeira), com prazos tendencialmente mais longos e taxas de juros tendencialmente menores; (ii) a existência de instrumentos normativos razoavelmente aptos a sanear instituições financeiras que se mostrem inviáveis de permanecer no mercado, adicionalmente à instituição de um sistema de seguro de depósitos bancários e um ambiente seguro de infraestrutura financeira para pagamentos, que seguem as melhores práticas internacionais; (iii) o reconhecimento de que os gastos públicos pressionam a inflação e podem gerar grandes distorções na alocação dos recursos sociais, o que impõe controle e gestão da dívida pública, com destaque especial para a previsão de vedação, impositivo ao Banco Central e salvo lei específica, no sentido de não poder socorrer instituições do Sistema Financeiro Nacional com recursos públicos;¹⁸ (iv) o funcionamento de um regime cambial flexível, cujos preços seguem os fluxos cambiais de mercado, sem prejuízo de intervenções pontuais em contratos de câmbio no curto prazo;¹⁹ e (v) um estoque confortável de reservas internacionais

mais jovens e os menos favorecidos. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/mecir/MECIRpesq-2010.pdf>. Acesso em 01.12.2012. Paralelamente, o grau de exclusão bancária no Brasil é alto. Segundo o Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), no âmbito do programa de Sistema de Indicadores de Percepção Social (SIPS), em pesquisa intitulada “Bancos: Exclusão e Serviços”, feita com base em dados da Pesquisa Nacional por Amostragem de Domicílios (PNAD) realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em 2008, o Brasil tem uma quantidade expressiva de excluídos do sistema bancário, sobretudo a população de baixa renda e escolaridade. Fonte: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/SIPS/110112_sips_bancos.pdf. Acesso em 02.03.2013.

¹⁸ Prescreve o artigo 28 da Lei Complementar nº 101, de 2001 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF), *in verbis*: “Art. 28. Salvo mediante lei específica, não poderão ser utilizados recursos públicos, inclusive de operações de crédito, para socorrer instituições do Sistema Financeiro Nacional, ainda que mediante a concessão de empréstimos de recuperação ou financiamentos para mudança de controle acionário. § 1º A prevenção de insolvência e outros riscos ficará a cargo de fundos, e outros mecanismos, constituídos pelas instituições do Sistema Financeiro Nacional, na forma da lei. § 2º O disposto no *caput* não proíbe o Banco Central do Brasil de conceder às instituições financeiras operações de redesconto e de empréstimos de prazo inferior a trezentos e sessenta dias.”

¹⁹ Nos termos da Lei nº 11.371, de 2006, o mercado de câmbio no Brasil é disciplinado pela Resolução nº 3.568 de Conselho Monetário Nacional, de 2008, posteriormente alterada pelas Resoluções nº 3.657, de 2008, 3.661, de 2008, 3.810, de 2009, 3.911, de 2010, 3.954, de 2011, 3.997, de 2011, 4.051, de 2012, e 4.113, de 2012, todas do Conselho Monetário Nacional. Sem embargo, o controle de registro de capital estrangeiro no país pelo Banco Central do Brasil é normatizado através da Resolução nº 3.844 do Conselho Monetário Nacional, de 2010, alterada pela Resolução nº 3.967 do Conselho Monetário Nacional, de 2011. Tais resoluções são complementadas, constantemente, por disposições normativas contidas em Circulares editadas pelo Banco Central do Brasil, que dispõem sobre o regime jurídico cambial e de registro de capitais estrangeiros no país, consolidadas no Regulamento do Mercado de Câmbio e de Capitais Internacionais (RMCCI).

lastreadas em moedas fortes,²⁰ que são idôneas: (v.a) a trazer maior segurança a investimentos estrangeiros diretos no país, (v.b) além de permitir a emissão de dívida externa pública e privada com menores taxas de juros, (v.c) dar suporte à política cambial e (v.d) garantir, eventualmente, liquidez aos agentes econômicos nacionais participantes do comércio internacional em caso de choques ou crises cambiais.²¹

Aliado a esse conjunto de políticas públicas, no âmbito doméstico, soma-se a iniciativa recente do governo federal, amplamente divulgada nos meios de comunicação de massa, no sentido da utilização de bancos públicos – sobretudo o Banco do Brasil S.A.²² e a Caixa Econômica Federal²³ - para a redução de tarifas bancárias e taxas de juros cobradas para a concessão de crédito às pessoas,²⁴ o que tende a gerar a redução

²⁰ Em abril de 2013, o Brasil possuía US\$378,7 bilhões em reservas internacionais, segundo a Ata da 175ª Reunião do COPOM (<http://www.bcb.gov.br/?COPOM175>). Acesso em 06.06.2013.

²¹ Quaisquer crises financeiras internacionais geram algum desequilíbrio cambial de curto ou médio prazo, que tanto pode se relacionar a fluxos internacionais de capital quanto pode ocorrer quando o país possui grande parte de sua dívida pública e/ou privada nacional em moeda estrangeira.

²² A história do Banco do Brasil confunde-se com própria história do sistema financeiro nacional, pois é a instituição financeira mais antiga do país e desempenhou, durante muito tempo, algumas funções típicas de um Banco Central. Historicamente, o “primeiro” Banco do Brasil foi criado por ordem de Dom João VI através da expedição de alvará, em 12 de outubro de 1808, com o propósito de ser um banco financiador dos gastos do governo, e o início do seu funcionamento se deu em 11 de dezembro de 1809. Devido a ingerências de toda ordem e dificuldades operacionais ligadas, sobretudo, a problemas de capitalização, o banco foi liquidado em 11 de dezembro de 1829. Uma nova tentativa de instituição do Banco do Brasil ocorreu em 1833, mas também esbarrou em dificuldades de capitalização. Posteriormente, sob a iniciativa do visconde de Itaboraí, instituiu-se, pelo Decreto nº 1.222, de 31 de agosto de 1853, o “segundo” Banco do Brasil, emergente da fusão entre o homônimo Banco do Brasil, criado anteriormente pelo barão de Mauá, e o Banco Comercial do Rio de Janeiro. Um “terceiro” Banco do Brasil surgiria em 1893, alguns anos após a proclamação da república, com a fusão do Banco do Brasil e do Banco da República dos Estados Unidos do Brasil, criando-se o Banco da República do Brasil. Por fim, o Decreto nº 1.455, de 30 de dezembro de 1905, deu ensejo à liquidação do Banco da República do Brasil e a incorporação de seu patrimônio a um “quarto” Banco do Brasil. Hoje, o Banco do Brasil S.A. é sociedade de economia mista federal vinculada ao Ministério da Fazenda, está constituído sob a forma de sociedade por ações de capital aberto. Todo esse processo histórico é narrado, com riqueza de detalhes, na seguinte obra: “Diretoria de Marketing e Comunicação do Banco do Brasil. História do Banco do Brasil. 2. ed. rev. Belo Horizonte: Del Rey, 2010”. Disponível em: <http://www.bb.com.br/docs/pub/inst/dwn/LivroBB1.pdf?codigoMenu=1426&codigoRe t=14954&bread=2>. Acesso em 01.12.2012.

²³ A constituição da Caixa Econômica Federal (CEF), empresa pública federal vinculada ao Ministério da Fazenda, foi autorizada pelo Decreto nº 2.723, de 12 de janeiro de 1861, editado pelo Imperador Dom Pedro II, atualmente regulada pelo Decreto-Lei nº 759, de 1969. A CEF realiza operações ativas e passivas próprias de instituições financeiras bancárias e tem papel destacado na gestão de penhores e de depósitos judiciais e/ou extrajudiciais relativos à União, dos recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), do Programa de Integração Social (PIS) e do Seguro-Desemprego, além de ser o agente oficial de programas sociais e de unidades lotéricas, sem deixar de mencionar a participação predominante da CEF no mercado de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), notadamente após ter incorporado o Banco Nacional de Habitação (BNH) em 1986. Seu estatuto é objeto do Decreto nº 7.973, de 2013.

²⁴ O tema sempre causou intenso debate social, haja vista, por exemplo, a controvérsia instaurada a respeito da limitação das taxas de juros reais em 12% ao ano, nos termos do §3º do texto original do

do *spread* bancário²⁵ e pressiona margens de retorno do capital no curto prazo, interferindo diretamente no lucro das instituições financeiras bancárias.

Com efeito, é importante ressaltar que isso só foi possível em razão da estrutura oligopolística do mercado bancário, dotado de alto grau de concentração econômica, em que há participação relevante de mercado (*market share*) dessas duas empresas estatais. Devido à atuação intensa nos últimos anos, principalmente, quanto ao mercado de crédito imobiliário, o *market share* dos bancos públicos ultrapassou, no segundo semestre de 2012, o dos bancos privados nacionais.²⁶

A propósito, em 2012, a Caixa Econômica Federal obteve lucro histórico recorde, conjugado com uma baixa taxa relativa da inadimplência de crédito,²⁷ assim como o Banco do Brasil S.A.²⁸

Em relação a isso, pode-se dizer que a utilização de bancos públicos, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)²⁹ e bancos de

artigo 192 da Constituição brasileira de 1988, revogado pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003. Tal discussão será retomada, com maior profundidade, no último capítulo da dissertação, tendo em vista a judicialização da questão no âmbito do Supremo Tribunal Federal.

²⁵ Em linhas gerais, o *spread* bancário significa a diferença entre a taxa média ponderada dos empréstimos feitos por uma instituição financeira bancária (custos médios dos tomadores) em relação à taxa média ponderada de captação financeira, medida pela média ponderada das taxas de captação de Certificados de Depósito bancário – CDBs emitidos pelas instituições financeiras bancárias. Assim, o *spread* bancário é definido segundo essa diferença de taxas e compõe-se, basicamente, considerada a metodologia corrente, de tributos, despesas com inadimplência, despesas operacionais e administrativas, além do lucro financeiro da instituição bancária.

²⁶ Tal informação consta do último Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil, referente ao segundo semestre de 2012, nas páginas 45 a 47. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/htmls/estabilidade/2013_03/refP.pdf. Acesso em 03.04.2013.

²⁷ Segundo matéria veiculada na Folha de São Paulo, intitulada “Caixa tem maior expansão de crédito do mercado e lucra R\$ 6,1 bi em 2012”, a Caixa Econômica Federal teve um lucro de R\$ 6,1 bilhões em 2012, que consiste em resultado 17,1% maior do que no ano anterior e recorde histórico do banco estatal. Além disso, a taxa de inadimplência permaneceu em patamar confortável, haja vista a maior concentração da carteira da instituição no crédito imobiliário, o qual, historicamente, tem baixo risco de crédito. Por fim, ressaltou-se que a instituição adquiriu 6,7 milhões de novos correntistas e poupadores. Fonte: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/1233020-caixa-tem-maior-expansao-de-credito-do-mercado-e-lucra-r-61-bi-em-2012.shtml>. Acesso em 19.02.2013.

²⁸ O Banco do Brasil S.A., atualmente, é a maior instituição financeira do país em termos de valor total de ativos (R\$1,15 trilhão) e valor da carteira de crédito (R\$581 bilhões), em dezembro de 2012. A instituição obteve o lucro histórico recorde de R\$12,2 bilhões em 2012, segundo matéria veiculada na Folha de São Paulo (“*Lucro do Banco do Brasil atinge recorde de R\$ 12,2 bilhões em 2012*”). Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/1234286-lucro-do-banco-do-brasil-atinge-recorde-de-r-122-bilhoes-em-2012.shtml>. Acesso em 21.02.2013.

²⁹ O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é uma agência federal de fomento, ou seja, não é uma instituição bancária em termos conceituais porque seus recursos advêm do orçamento da União. Vale dizer, os seus riscos financeiros de captação confundem-se com os riscos públicos de gestão orçamentária e fiscal, sendo que eventuais inadimplementos ou prejuízos, embora

desenvolvimento estaduais³⁰ ou agências de fomento³¹ na história econômica brasileira não é novidade, já que são concebidos, principalmente, para fornecer meios de financiamento a setores econômicos reputados socialmente relevantes. Quanto ao BNDES, por exemplo, os empréstimos têm crescido, substancialmente, desde 2007, atingindo o volume de R\$156 bilhões em 2012.³²

No entanto, é a primeira vez nos últimos anos em que se evidencia, de forma clara, uma estratégia política estatal de influência no custo financeiro de serviços bancários e de crédito às pessoas, com a modificação do processo de formação de preços de mercado através da intervenção indutiva específica de empresas estatais. Por um lado, facilitou-se o acesso sistêmico ao crédito financeiro, mas, por outro lado,

impactem o seu balanço de forma direta, são arcados, financeiramente, em última instância, pela União. De toda sorte, importa dizer que o BNDES foi criado, em 1952, como autarquia federal, e, posteriormente, foi enquadrado como uma empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio (Lei 5.662, de 21 de junho de 1971). O BNDES é vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) e seu objeto social principal consiste, formalmente, no fomento a empreendimentos que contribuam para o desenvolvimento econômico do país.

³⁰ Os bancos de desenvolvimento têm por objeto social o fomento de projetos privados importantes ao desenvolvimento econômico e social do respectivo Estado, à semelhança do BNDES. Nos termos da Resolução nº 394 do Conselho Monetário Nacional, de 1976, tais bancos devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima, com sede na capital do Estado que detiver seu controle acionário, devendo adotar, obrigatória e privativamente, em sua denominação social, a expressão "Banco de Desenvolvimento", seguida do nome do Estado em que tenha sede. Atualmente, existem três bancos de desenvolvimento regionais: o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE), o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais (BDMG) e o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo (Bandes).

³¹ As agências de fomento, em síntese, têm como objeto social a concessão de financiamento de capital fixo e de giro associado a projetos na Unidade da Federação onde tenham sede. Devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima de capital fechado e estar sob o controle de Unidade da Federação, sendo que cada Unidade só pode constituir uma agência. Tais entidades têm status de instituição financeira, mas não podem captar recursos junto ao público, recorrer ao redesconto, ter conta de reserva no Banco Central, contratar depósitos interfinanceiros na qualidade de depositante ou de depositária e nem ter participação societária em outras instituições financeiras. De sua denominação social deve constar a expressão "Agência de Fomento" acrescida da indicação da Unidade da Federação Controladora. É vedada a sua transformação em qualquer outro tipo de instituição integrante do Sistema Financeiro Nacional. As agências de fomento devem constituir e manter, permanentemente, fundo de liquidez equivalente, no mínimo, a 10% do valor de suas obrigações, a ser integralmente aplicado em títulos públicos federais. (Resolução nº 2.828 do Conselho Monetário Nacional, de 2001). Essa definição encontra-se no sítio eletrônico do Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/af.asp>. Acesso em 01.12.12. Hoje, há 16 (dezesseis) agências de fomento no Brasil, conforme se vê do Relatório de Evolução do Sistema Financeiro Nacional do mês de outubro de 2012, elaborado pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/deorf/d201210/Quadro%2001%20-%20Quantitativo%20de%20instituiçõe%20por%20segmento.pdf>. Acesso em 01.12.12.

³² Conforme informação obtida no sítio eletrônico da aludida instituição, "*os desembolsos do BNDES alcançaram a marca de R\$ 156 bilhões em 2012, com crescimento de 12% na comparação com o ano anterior. As consultas, com alta de 60%, e as aprovações de novos projetos, que cresceram 58% em relação a 2011, atingiram níveis sem precedentes na história do Banco*". Fonte: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Desempenho/. Acesso em 25.01.2013.

acelerou-se um processo de endividamento das famílias brasileiras, em uma conjuntura econômica atual de baixo nível de desemprego.

Paralelamente, o Brasil encontra-se, desde 2012, em tendência de diminuição na meta para a taxa SELIC,³³ definida pelo Comitê de Política Monetária no Banco Central do Brasil (COPOM),³⁴ o que impacta, de igual modo, a lucratividade do setor bancário, eis que as instituições financeiras brasileiras carregam, em suas carteiras de ativos, quantidade significativa de títulos públicos federais, que são os ativos com o menor risco de mercado e foram adquiridos a taxas de juros maiores do que as atuais.

Por fim, há de se ressaltar o processo contínuo, gradual e exitoso de regulação prudencial³⁵ gerido pelos órgãos e entidades regulatórias no âmbito do Sistema

³³ A meta para a Taxa SELIC corresponde ao alvo que o Banco Central do Brasil deve buscar, no mercado aberto interbancário, para a realização de operações envolvendo títulos públicos federais negociados no SELIC. Isto é, a meta consiste na taxa média de referência das operações diárias, com lastro em títulos públicos federais no SELIC, aplicável durante todo o período correspondente às reuniões do COPOM, nas quais as metas são fixadas, com ou sem viés. Vale frisar, para fins de esclarecimento, que a atuação do Banco Central do Brasil no mercado aberto interbancário é o principal instrumento de política monetária, pois a aquisição ou venda de títulos públicos federais influencia a quantidade de moeda e o crédito na economia, o que repercute na oferta e demanda sistêmica de moeda e crédito.

³⁴ O COPOM foi criado pela Circular nº 2.698 do Banco Central do Brasil, de 1996, com alterações por circulares subsequentes de nº 1.980, de 2000 e 3.297, de 2005. Recentemente, essa Circular foi revogada, com a instituição de um novo regulamento pela Circular nº 3.593 do Banco Central do Brasil, de 2012. O objetivo essencial do COPOM é estabelecer, de forma pública e transparente, diretrizes de política monetária, à semelhança do modelo norte-americano, alemão, europeu e inglês, essencialmente pela fixação da meta da taxa SELIC, o respectivo viés, incluindo-se a análise do Relatório de Inflação elaborado pelo próprio Banco Central do Brasil.

³⁵ É preciso esclarecer o sentido do termo “prudência” no âmbito da regulação financeira sistêmica. Concepções filosóficas mais antigas identificavam a prudência como a principal virtude racional ativa e contingente de tomar a decisão certa. Assim, a prudência, enquanto resultado da razão prática, seria a “reta razão aplicada ao agir” (TOMÁS DE AQUINO, Santo. *A prudência: a virtude da decisão certa*. Trad. Jean Lauand. São Paulo: Martins Fontes, 2005, p. 5). Aristóteles, por sua vez, ao distinguir a sabedoria filosófica (teórica) da prática (prudência ou *phronesis*), afirmava que a sabedoria prática (prudência) é a verdadeira capacidade racional para agir, cf. ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. São Paulo: Martin Claret, 2011, p. 129. Alguns doutrinadores identificam a prudência (saber prático ou *phronesis*) como a essência da interpretação jurídica, cf. GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 40. Atualmente, a prudência está ligada, essencialmente, à noção de providência ou prevenção diante de eventos futuros e incertos de natureza contingente, a fim de evitar a ocorrência de danos ou a acentuação de riscos pelo uso antecipado da razão prática. A complexidade social contemporânea tem dado ensejo ao desenvolvimento de teses acadêmicas que pregam a pós-modernidade como novo paradigma social apto a lidar com as incertezas e riscos do mundo globalizado contemporâneo. Nesse sentido, v. BECK, Ulrich. *World Risk Society*. Cambridge: Polity Press, 1998. Não obstante, a lógica da gestão de riscos na globalização financeira dos mercados nada mais é do que um desdobramento lógico do processo de escolha racional inerente às estratégias de gestão financeira das pessoas e instituições. Se as pretensões científicas não são absolutas e a racionalidade humana é dinâmica, cf. BECK, Ulrich. *Sociedade de risco: rumo a uma outra modernidade*. São Paulo: 34, 2010, p. 237-238, não é necessário substituir o paradigma moderno da racionalidade por um “paradigma pós-moderno”, o que vai ao encontro do conteúdo da razão prática de John Rawls, apresentada adiante, com detalhes, em momento oportuno. Esse é o sentido fundamental da regulação prudencial, qual seja, uma regulação fundada em riscos financeiros, medidos por métodos técnicos criados racionalmente para atender às necessidades práticas de gestão financeira de ativos.

Financeiro Nacional, que foi executado em concomitância a todo esse conjunto de políticas públicas citadas, com destaque especial nesse processo para a Resolução nº 2.099 do Conselho Monetário Nacional, de 1994, através da qual se fez a integração normativa de diretrizes internacionais de regulação bancária do “Acordo de Basileia – Basileia I” no ordenamento jurídico nacional, as quais são estabelecidas, principalmente, pelo *soft law* produzido no Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS),³⁶ no âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS).³⁷

A propósito, os resultados decorrentes dessa política regulatória, que manifesta aderência às diretrizes normativas internacionais elementares sobre regulação prudencial, mostram-se muito satisfatórios ao objetivo de manter a segurança e solidez do sistema financeiro pátrio.

A despeito de todos os efeitos negativos gerados pela grave crise financeira internacional de 2007 até hoje, decorrentes, sobretudo, do colapso no mercado imobiliário *subprime* norte-americano e da subsequente crise da dívida pública de alguns países integrantes da União Européia,³⁸ o Brasil vem demonstrando uma grande capacidade de sustentabilidade e desempenho econômico, sem apresentar quaisquer focos de risco sistêmico. Nesse século não houve, por exemplo, nenhuma intervenção significativa do Banco Central do Brasil em instituições financeiras sistemicamente importantes.

Nada obstante, é bom frisar que essa trajetória bem sucedida foi alvo de intensa controvérsia durante todo o seu percurso. Passo a narrar, então, três controvérsias importantes e frequentes a respeito do sistema financeiro de um modo geral.

³⁶ Em inglês, a denominação atual é *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)*.

³⁷ O Banco de Compensações Internacionais – BIS (*Bank for International Settlements*), sediado na cidade de Basileia, na Suíça, foi constituído em 17 de maio de 1930 e é a mais antiga organização internacional para tratar de assuntos relacionados à estabilidade financeira. Dentre seus objetivos institucionais destaca-se o de viabilizar um espaço público internacional de cooperação entre bancos centrais para definir diretrizes de regulação bancária sistêmica, com foco na regulação prudencial. Maiores considerações sobre esse assunto serão trazidas ao longo da dissertação.

³⁸ À evidência, os Estados Unidos da América enfrentam, também, problemas fiscais relacionados à dívida pública. No entanto, a economia norte-americana está melhor organizada do que a grande maioria das economias europeias e apresenta sinais de crescimento econômico nos últimos anos. Ademais, é incontestável o fato de que a titularidade do poder de emissão sobre a moeda mais importante do mundo permite aos norte-americanos grande margem de gestão econômica relativamente aos demais países e à União Europeia.

Em primeiro lugar, é notória a existência de um sentimento social hostil,³⁹ imerso no inconsciente coletivo e perceptível na história mundial, que muitas pessoas e organizações sociais nutrem em relação ao sistema financeiro e seus participantes, na medida em que o vêem como um ambiente de especuladores e expropriadores de recursos sociais sem qualquer contrapartida, na economia real, em termos de bem-estar.

Esse sentimento negativo é bem descrito por Niall Ferguson, ao afirmar haver uma ideia, socialmente disseminada, de que “*aqueles que ganham a vida emprestando dinheiro são, de alguma maneira, parasitas das verdadeiras atividades econômicas da agricultura e da indústria*”.⁴⁰

Portanto, quanto ao mercado financeiro, lida-se com um mercado controverso sob o ponto de vista moral, ou seja, as estratégias regulatórias, devidamente justificadas na esfera democrática, devem ser concebidas tendo em consideração, precipuamente, a complexidade, a essência e a funcionalidade dos mercados financeiros para o crescimento e o desenvolvimento econômico, com vistas à estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, sem apego, portanto, a sentimentos pessoais de toda ordem, clientelismos políticos variados, apelos midiáticos e/ou apelos populares imediatistas, que são muitas vezes irracionais, parciais e egoístas por natureza.⁴¹

Alías, é bom que se afirme, peremptoriamente, a legitimidade moral da cobrança de juros em sistemas capitalistas. Com efeito, os juros representam a remuneração que se paga pela disponibilização imediata de recursos gerados pela formação de poupança privada pelas pessoas, que decidem não exercer o consumo próprio e imediato desses recursos atraídas pela compensação econômica que advém dos juros. Abre-se mão, portanto, do consumo presente para a fruição de um consumo futuro sob uma base maior de recursos agregada dos juros.

³⁹ Há uma interessante passagem de Martin Wolf sobre o ponto, *in verbis*: “*Todo o mundo adora odiar as finanças. O ‘especulador’, ou pior, o usurário sanguessuga, é um eterno vilão. Não foi à toa que Shylock – rotulado de forasteiro, por ser ao mesmo tempo judeu e emprestador – foi o vilão de Shakespeare, em O Mercador de Veneza*” (WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 11).

⁴⁰ FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 10.

⁴¹ As questões morais relativas ao sistema financeiro se mostram particularmente importantes no contexto dos países emergentes, que são mais frágeis e, portanto, mais suscetíveis a crises, o que acentua, por certo, tensões contra o capitalismo e a globalização. Conforme Martin Wolf, “*os desastres financeiros também têm exercido consequências diretas e funestas sobre a política das economias emergentes. Por causa do vagalhão de crises financeiras devastadoras, o ânimo público na América Latina se voltou acentuadamente contra o tão condenado ‘neoliberalismo’ no continente*” (WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 2).

Dito de outro modo, em termos sistêmicos, se não há juros, não há incentivo à poupança e não há a geração de recursos privados para o financiamento de investimentos. Além disso, baixos incentivos à poupança privada tendem a deslocar a atividade econômica de financiamento dos investimentos produtivos ao Estado via aumento de tributação ou concessão de subsídios,⁴² o que distorce, de forma expressiva, o funcionamento dos mercados financeiros.

É o caso notório do Brasil, cuja poupança privada interna é baixa em relação à grande maioria dos países, o que gera um incentivo ao endividamento externo,⁴³ sendo certo que os investimentos produtivos ainda dependem, em grande parte, do Estado, através dos bancos públicos e agências de fomento, o que resulta, infelizmente, em um “convite moralmente questionável” – leia-se, um incentivo forte – ao financiamento privado de campanhas político-eleitorais ou a contratação de *lobby* para a obtenção dos financiamentos públicos.⁴⁴

Por fim, deve-se ressaltar o baixo grau de educação financeira do brasileiro, o que dificulta o exercício da cidadania quanto ao tema.⁴⁵

⁴² Não obstante diversos fatores negativos, os investimentos públicos no Brasil encontram limitações decorrentes dos gastos públicos obrigatórios altos em determinadas áreas, sobretudo gastos com o custeio orgânico-funcional do Estado e seguridade social. Tal diagnóstico encontra-se em estudo recente da Fundação Getúlio Vargas (FGV) - Carta do Ibre, de agosto de 2011 -, em que mostra um volume brasileiro baixo de poupança interna, inferior ao da década de 1970, da ordem de 20% do PIB. Segundo tal estudo, “de 1995 a 2009, quando flutuou entre um máximo de 18% e um mínimo de 12%, a poupança nacional ficou praticamente todos os anos abaixo da média de cada um dos continentes” e “em 2009 a poupança dos países mais pobres estava quatro percentuais do PIB acima da brasileira!”. Informações disponíveis no artigo de Maílson da Nóbrega, intitulado “*O drama da baixa poupança interna do Brasil*”. Disponível em: <http://blogs.estadao.com.br/radar-economico/2011/08/29/mailson-o-drama-da-baixa-poupanca-interna-do-brasil/>. Acesso em 01.04.2013.

⁴³ Esse diagnóstico foi feito, inclusive, pelo atual presidente do BNDES, em matéria intitulada “Brasil precisa elevar poupança interna, diz Coutinho”, disponível em: <http://epocanegocios.globo.com/Revista/Common/0,,EMI273936-16357,00-BRASIL+PRECISA+ELEVAR+POUPANCA+INTERNA+DIZ+COUTINHO.html>. Acesso em 01.04.2013.

⁴⁴ Tal incentivo é grave no Brasil, cuja tradição histórica é de claro patrimonialismo, clientelismo e corrupção. Diversos estudos técnicos e acadêmicos produzidos para o país apontam evidências fortes de que a presença intensa do Estado brasileiro no financiamento de atividades econômicas privadas tem gerado pouco desenvolvimento econômico e muita concentração de renda. Alguns estudos serão apresentados ao longo da dissertação, com ênfase da questão no tópico sobre “falhas de Estado”.

⁴⁵ Quanto ao tema, o objetivo institucional de responsabilidade social do Banco Central do Brasil em estimular a inclusão financeira tem impulsionado estudos sobre a educação financeira no Brasil. De todos os trabalhos, v. ARAÚJO, Fábio de Almeida Lopes; SOUZA, Marcos Aguerri Pimenta. *Educação Financeira para um Brasil Sustentável – Evidências da necessidade de atuação do Banco Central do Brasil em educação financeira para o cumprimento de sua missão*. Trabalhos para Discussão nº 280, Julho 2012. Disponível em : <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/td280.pdf>. Acesso em 01.04.2013.

Em segundo lugar, a estratégia institucional, mundialmente disseminada, de atribuição de autonomia reforçada e poder normativo aos reguladores financeiros gera desconforto a alguns políticos e grupos políticos bem organizados, além de servir como razão para intensa contestação política quando a situação econômica conjuntural do país não atravessa um bom momento, o que tende a transformar discussões sobre a eficácia e os resultados do desenho institucional regulatório financeiro de um país em um debate - às vezes irresponsável - de questões imediatistas e parciais envolvidas em lutas políticas episódicas por poder.

Um exemplo recente do incômodo político com o amplo poder normativo atribuído a reguladores financeiros foi a afirmação do ex-candidato à Presidência da República, José Serra, em meados do mês de maio de 2010, durante a campanha presidencial, no sentido de que “*o Banco Central não é a Santa Sé*”,⁴⁶ com vistas a defender mudanças na política econômica executada pelo então Presidente Luís Inácio Lula da Silva e a atacar a ideia de autonomia operacional do Banco Central do Brasil.

Outro exemplo interessante noticiado pela mídia é a atual preocupação do atual Ministério da Fazenda, após reuniões com representantes do setor bancário, acerca dos impactos da implementação de “Basiléia III” nos planos de expansão de crédito dos principais bancos nacionais.⁴⁷

Em relação ao tema, é imprescindível afirmar que a inércia política brasileira em progredir no processo de outorga de autonomia legal reforçada⁴⁸ às autoridades regulatórias financeiras no Brasil, principalmente a ausência de autonomia reforçada

⁴⁶ O título da matéria é o seguinte: “*O Banco Central não é a Santa Sé*”, afirma Serra”, publicada em 10 de maio de 2010 no Jornal Estado de São Paulo. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/noticias/nacional,o-banco-central-nao-e-a-santa-se-afirma-serra,549583,0.htm>. Acesso em 10.10.2012.

⁴⁷ A matéria, publicada na Folha de São Paulo, tem o seguinte título: “*Governo teme que nova regra para bancos trave crédito*”. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/1208539-governo-teme-que-nova-regra-para-bancos-trave-credito.shtml>. Acesso em 02.01.2013.

⁴⁸ A ideia de “autonomia reforçada” é tributária dos estudos profundos de Alexandre Santos de Aragão sobre o tema. De acordo com o aludido professor, é mais adequado tratar a atribuição de “autonomia reforçada” na instituição de “agências reguladoras” como um *plus* em relação a uma “autonomia geral” que constitui a regra em estratégias de descentralização administrativa através da criação de autarquias. Compreendida a questão dessa forma, infere-se inadequado falar em “independência das agências reguladoras”, na medida em que nenhum poder regulatório é ou pode ser “independente” no Estado democrático de Direito, com fundamento no princípio da separação de poderes. Assim, são elementos de autonomia reforçada das agências reguladoras: (i) a impossibilidade de exoneração *ad nutum* dos dirigentes e estabelecimento de mandatos a termo; (ii) organização colegiada; (iii) formação técnica; (iv) competências regulatórias bem definidas; e (v) impossibilidade de recursos hierárquicos impróprios. V. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 9-10.

legal do Banco Central do Brasil, especialmente quanto à política monetária, é extremamente prejudicial e, por isso, custa caro ao país.

Não há dúvidas de que a insegurança jurídica gerada por essa circunstância afeta, negativamente, a mensuração do “risco-Brasil”, a avaliação do *rating* soberano e encarece o custo de captações financeiras externas públicas e privadas, o que se agrega à tradição inflacionária histórica do país, em razão da qual, até hoje, persistem questões sistêmicas de indexação, que pressionam a inflação.

Para constatar essa última afirmação, basta perceber que as demandas sociais por aumentos de salários, vencimentos, pensões e proventos de toda ordem seguem uma lógica torta de “aumento real”, como se houvesse um direito fundamental à inflação pela “recomposição do valor real”, o que, economicamente, não têm fundamento.

Além disso, diversos contratos no Brasil – contratos de locação e contratos administrativos são ótimos exemplos – sofrem indexação, como se não fosse possível incluir na álea contratual os riscos de mudança da inflação esperada durante a execução do contrato. Por fim, os títulos de dívida pública interna de maior prazo, para ter atratividade financeira, são lançados no mercado atrelados a índices de preços.

Enfim, todos esses são fatores que pressionam a inflação e decorrem, em algum grau, da desconfiança social com atitudes voluntaristas do Estado brasileiro na execução da política monetária no curto prazo, sem prejuízo das possíveis distorções que são geradas no complexo sistema financeiro nacional em termos de estabilidade sistêmica.

Sendo assim, se economias saudáveis e equilibradas possuem agências reguladoras financeiras e são, predominantemente, desindexadas, a concretização da etapa final do processo de desindexação da economia brasileira requer, em caráter antecedente, o fortalecimento institucional da autonomia do Banco Central do Brasil para a execução da política monetária, a fim de inibir posturas estatais voluntaristas e gerar maior confiança sistêmica na estabilidade monetária do país.

Portanto, deve-se perder o medo em instituir-se agências reguladoras financeiras, com vistas a garantir maior imparcialidade e eficiência na gestão regulatória da estabilidade financeira no longo prazo. Ademais, é importante frisar que, além da intensa participação nos debates legislativos e na assessoria econômica interna e externa do governo, as autarquias que integram o sistema financeiro nacional são controladas

pelo Poder Legislativo, Tribunal de Contas da União, Controladoria Geral da União e, por provocação, pelo Poder Judiciário.⁴⁹

Por fim, há de se ressaltar a controvérsia de ordem dogmática ou estritamente jurídica que ainda encontra eco no Brasil, oriunda das concepções mais tradicionais do Estado de Direito ou das raízes clássicas do Direito Administrativo desenvolvido no Direito Continental Europeu, notadamente em França e Itália, a qual é refratária da possibilidade de qualquer enfraquecimento dogmático do princípio da legalidade estrita para a atuação administrativa, cuja decorrência é desenho institucional ideal rígido de separação de poderes e unitário quanto à Administração Pública.

Com relação ao tema, Luís Roberto Barroso, ao se referir às delegações legislativas de poder normativo a órgãos e entes responsáveis pela regulação financeira do país, faz questão de enfatizar tal situação. A propósito, diz o aludido doutrinador: “prática antiqüíssima, mas intermitentemente questionada, diz respeito às delegações legislativas, notadamente as que envolvem a ampla e poderosa competência normativa do Banco Central do Brasil e do Conselho Monetário Nacional”.⁵⁰

⁴⁹ A título ilustrativo, conforme exposto no Relatório de Administração de 2012, o Banco Central do Brasil atua em parceria com o Poder Legislativo, pois “acompanha o andamento de cerca de oitocentas proposições legislativas sobre matérias da sua competência, fornecendo pareceres com análise de cada assunto”. Sem embargo, essa autarquia participa de “reuniões realizadas em sua sede concedidas pelos dirigentes da autarquia a parlamentares, e as audiências realizadas nas Casas do Congresso Nacional com participação de representantes da instituição”. Ademais, o Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil participa de audiências públicas trimestrais na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal e de reuniões conjuntas de diversas comissões temáticas da Câmara dos Deputados e do Senado Federal. Nesses encontros, são feitas exposições sobre o cumprimento dos objetivos e das metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto e o custo fiscal de suas operações, além dos resultados demonstrados nos balanços, nos termos da Lei nº 9.069, de 1995, e da Lei Complementar nº 101, de 2000. Não obstante, tem a autarquia prestado esclarecimentos regulatórios a requerimentos formais e informais do Poder Legislativo, com destaque para os requerimentos de informação de autoria dos deputados e senadores, sem prejuízo da colaboração institucional em Comissões Parlamentares de Inquérito (CPIs) estaduais e federais. Além disso, sem deixar de mencionar a judicialização de questões regulatórias em todo o país, o que representa um controle importante de suas atividades, o Banco Central do Brasil está sujeito ao controle externo do Tribunal de Contas da União (TCU) e da Controladoria Geral da União (CGU), do que resultou em 460 demandas de órgãos externos de controle, que ficaram a cargo de sua auditoria interna. Todas as determinações e recomendações foram ou estão sendo atendidas dentro dos prazos estabelecidos, segundo o aludido Relatório de Administração. Logo, a autarquia é submetida à auditoria interna e externa de suas contas. Fonte: http://www.bcb.gov.br/Pre/Surel/RelAdmBC/2012/pdf/bcb_relatorio_da_adminis_tracao_2012.pdf, p. 82-83. Acesso em 01.05.2013.

⁵⁰ BARROSO, Luís Roberto. *Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: Os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo*. 1. ed., São Paulo: Editora Saraiva, 2009, p. 135. A atribuição de capacidade normativa a órgãos e entes da Administração Pública, no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, antes da Constituição brasileira de 1988, também é enfatizada por Carlos Ari Sundfeld, que, a propósito, tece as seguintes considerações, *in verbis*: “É um fato a tendência à ampliação da competência normativa de órgãos e entes administrativos, sobretudo nos setores regulados. A criação das agências reguladoras no Brasil durante a década de 1990 levou a um reconhecimento formal, pelas leis – com a aceitação relativamente tranqüila de nossa Corte Constitucional e demais instâncias do Judiciário –, de que a Administração Pública pode ter capacidade normativa, desde que legalmente

Nesse sentido, a afirmação da legitimidade da regulação financeira sistêmica, no contexto das transformações progressistas de desenho institucional da Administração Pública e diante do fenômeno da constitucionalização do Direito Administrativo, demanda considerações sobre os seguintes aspectos: (i) a legitimidade democrática quanto à criação e atribuição de poder normativo às agências regulatórias, dotadas de especialização institucional e aptas a trazer os melhores resultados sociais possíveis no longo prazo (*better regulation*); e (ii) a importância de um desenho institucional regulatório democrático, que busque sua afirmação por intermédio da legitimação discursiva própria do ideal de razão pública (*accountability*),⁵¹ permitindo, com isso, uma interação democrática mútua virtuosa com os demais Poderes da República.

Quanto ao ponto, é importante ter “cuidado com os profissionais de Direito!”.⁵² Explico. Se, antes, o discurso jurídico em prol da legalidade formal fazia algum sentido como “trunfo” em momento anterior à Constituição brasileira de 1988, onde as razões de Estado prevaleciam sobre os direitos fundamentais, hoje a realidade democrática impõe uma nova lógica de avaliação substancial e procedimental da juridicidade dos atos regulatórios fundada em capacidades institucionais.

Portanto, são essas as três grandes controvérsias fundamentais acima mencionadas.

Em suma, o ideal de estabilidade financeira de longo prazo, que constitui o objeto da regulação financeira sistêmica, envolve a análise conjunta de questões de ordem social, política e jurídico-dogmática, daí a importância de: (i) estudar-se a essência, a complexidade e a funcionalidade da atividade financeira para a economia; (ii) estabelecer as diretrizes política de indagação filosófica a respeito do modo pelo qual a estrutura básica da sociedade deve ser moldada para se atingir o ideal de estabilidade financeira, dentro do contexto de globalização; (iii) demonstrar, segundo a ideia de razão prática regulatória e o paradigma da *better regulation*, os fundamentos

atribuída. Nas décadas anteriores, isto, em geral, não era reconhecido de maneira tão clara ou tão explícita, embora desde o início da década de 1960 já existisse uma autoridade reguladora dotada de poderes normativos extremamente importantes: o Banco Central do Brasil e seu Conselho Monetário Nacional” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 148-149).

⁵¹ O ideal da razão pública, que será abordado, especificamente, no segundo capítulo da dissertação, é tributário dos trabalhos de John Rawls, com destaque referencial para a seguinte obra: RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011.

⁵² A expressão é de Carlos Ari Sundfeld, com ênfase nos riscos práticos de comprometimento dos resultados regulatórios pelo uso excessivo de argumentos dogmáticos formais pelos operadores jurídicos. V. SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 35.

constitucionais de legitimidade na concessão de autonomia reforçada e poder normativo aos reguladores financeiros, sucedida por uma análise descritiva e propositiva quanto ao desenho da regulação financeira sistêmica brasileira; e, ao final, (iv) definir parâmetros para o controle jurisdicional dos atos regulatórios financeiros.

Em outras palavras, na medida em que o sucesso de hoje não significa, necessariamente, sua subsistência ou melhora regulatória em caráter prospectivo, há vários fatores relevantes dignos de abordagem, quais sejam: (i) a atividade financeira no mundo contemporâneo é muito dinâmica, o que impõe o acompanhamento regulatório constante das inovações financeiras, das estruturas institucionais e dos incentivos criados nos mercados financeiros; (ii) a escolha de uma filosofia política capaz de fundamentar e influenciar o desenho político-institucional do país para a proteção da estabilidade financeira ao longo do tempo, cuja atuação deve ser devidamente legitimada por razões públicas (*accountability*), o que é inerente ao estado de democracia deliberativa vivida e aprimorada no Brasil desde a Constituição brasileira de 1988; (iii) a necessidade de efetuar, adequadamente, um desenho institucional capaz de responder aos objetivos e resultados regulatórios pretendidos, observada a história e a experiência brasileira; e (iv) a importância de definir parâmetros adequados de controle jurisdicional de atos praticados nos processos de regulação financeira sistêmica.

Pois bem. O primeiro capítulo está destinado a apresentar as características principais e a evolução da atividade financeira na história econômica mundial, com uma abordagem especial sobre os fatores relacionados à crise do mercado imobiliário *subprime* norte-americano em 2007 e o atual estágio da regulação financeira sistêmica brasileira. Sem dúvidas, essa crise constitui um *leading case* extremamente útil ao estudo da regulação econômica, especialmente a regulação financeira sistêmica.

À evidência, a regulação financeira recai sobre o mercado financeiro, que pode ser definido, em linhas gerais, como o ambiente no qual são negociados instrumentos financeiros ou são estabelecidos vínculos de natureza financeira, cujo objeto principal é o gerenciamento de riscos e o financiamento da atividade econômica de pessoas, inclusive do Estado.

Nessa linha, é importante frisar que a regulação financeira interessa a toda a sociedade e não somente ao sistema financeiro. Em pesquisa realizada por Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff em 66 países, constatou-se que crises financeiras também repercutem, negativamente, sobre a arrecadação tributária e no aumento sistêmico do

percentual de juros cobrados a todas as pessoas e aos Estados pela perpeção mais elevada de risco.

Segundo esses pesquisadores, em média, a dívida pública aumenta em 86% nos três anos seguintes às crises bancárias e as consequências fiscais, geralmente, são muito maiores do que “custos típicos das operações de socorro de bancos”, com relativa similitude de efeitos para países avançados e periféricos.⁵³

Sem embargo, é importante dizer que, atualmente, todas as relações econômicas contém um substrato financeiro subjacente lastreado em moeda, vale dizer, o conteúdo financeiro das relações econômicas está sujeito ao fenômeno da monetização ou monetarismo, eis que que o valor de qualquer ativo na economia pode adquirir expressão monetária ao ser oferecido no mercado, isto é, o sistema financeiro é o setor nuclear para a economia de um país porque a moeda e as finanças, de modo geral, têm a aptidão de representar o valor nominal de todos os bens sociais e através delas as relações econômicas são concretizadas.⁵⁴

Assim, a eficiência de um sistema financeiro sólido e estável deve ser partir, necessariamente, da capacidade institucional do Estado em praticar uma gestão equilibrada e transparente da política monetária, apta a garantir, razoavelmente, o poder econômico da moeda, enquanto referência nominal do valor dos ativos econômicos.

Ao lado de uma política monetária responsável e sustentável, há o outro pilar fundamental, qual seja, a estabilidade financeira sistêmica, que se serve, principalmente, da regulação prudencial.⁵⁵ É a partir dela que os reguladores financeiros atuam no sentido de efetuar restrições de estrutura e comportamento às instituições financeiras, baseados em critérios técnicos de mensuração de risco.

Pois bem, observada a história econômica mundial e a despeito da virtude do ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, não é de todo equivocado um certo grau de ceticismo a respeito da eficácia da regulação financeira estatal, que pode ser posta em xeque com muita facilidade.

⁵³ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente*. Trad. Afonso Celso da Cunha Senra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 142.

⁵⁴ Cf. WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p.1.

⁵⁵ Em essência, a regulação financeira sistêmica divide-se em: (i) regulação prudencial e (ii) regulação de condutas. Com efeito, embora ambas estejam interconectadas e sejam importantes, há uma relativa predominância da regulação prudencial no âmbito da regulação financeira sistêmica devido ao seu objeto, que consiste em impor restrições regulatórias aos agentes financeiros a fim de atenuar ou anular riscos sistêmicos, evitando, com isso, crises financeiras.

A título ilustrativo, conforme dados extraídos por Niall Ferguson de estudo feito em 2007, baseado no produto interno bruto (PIB) e consumo desde 1870, foram identificadas 148 crises mundiais, em que países sofreram um declínio cumulativo do PIB de, pelo menos, 10%, e 87 crises nas quais o consumo caiu na mesma intensidade, “subentendendo a probabilidade de desastre financeiro de cerca de 3,6% ao ano”.⁵⁶

Em estudo similar do Banco Mundial em 2001, foram identificadas 112 crises bancárias sistêmicas em 93 países entre o fim da década de 1970 e o final do século XX.⁵⁷ Nesse sentido, pergunta-se: será que não há nada que possa ser feito para evitar crises financeiras? A regulação financeira sempre estará equivocada ou será surpreendida? A incerteza dos mercados financeiros é incontrolável, ou seja, faz parte da evolução capitalista? O primeiro capítulo é o início de resposta a tais questões.

O segundo capítulo, por sua vez, introduz o marco político-filosófico da presente dissertação que é extraído da obra *O Liberalismo Político* de John Rawls,⁵⁸ devidamente complementada pelo artigo *A ideia de razão pública revista*.⁵⁹

Em síntese, a filosofia política liberal de John Rawls, aplicável a democracias constitucionais, permite sustentar a possibilidade de geração de consensos sobrepostos para a proteção de elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica, devidamente alicerçados em razões públicas. Nesse sentido, defende-se que o ideal de estabilidade financeira no longo prazo é questão de justiça básica apta a gerar um consenso sobreposto que provoca o desenho de instituições, pautadas pelo ideal de razão pública, capazes de gerir, com razoável segurança, desequilíbrios financeiros nos processos alocativos e distributivos de recursos sociais ao longo do tempo.

Ademais, também se fará uso do livro *O Direito dos Povos*⁶⁰ do mesmo autor, pela sua tentativa de aplicação dos princípios liberais de justiça e do ideal de razão pública no âmbito internacional.

⁵⁶ FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 319.

⁵⁷ Cf. WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 34.

⁵⁸ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011.

⁵⁹ RAWLS, John. *A ideia de razão pública revista*. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004.

⁶⁰ RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004.

Sendo assim, pretende-se ampliar o debate sobre a aplicação do liberalismo político de John Rawls nos organismos financeiros internacionais, destacando-se os Comitês instalados no âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS), sobretudo o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS), além do Fundo Monetário Internacional (FMI), do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) e do G-20. Adicionalmente, haverá a análise específica de eficácia normativa das deliberações e do *soft law* produzido por essas organizações internacionais nos ordenamentos jurídicos internos dos Estados, com ênfase na existência, ainda que incipiente, de um Direito Administrativo Global em processo de construção.

O terceiro capítulo está dividido em duas partes, quais sejam: (i) o desenvolvimento da ideia de razão prática regulatória, com ênfase no estudo das “falhas de mercado” e “falhas de Estado”, além de considerações acerca dos limites e possibilidades da regulação pública não estatal ou autorregulação financeira,⁶¹ com vistas à defesa de projetos institucionais voltados à melhor regulação possível (*better regulation*) segundo a perspectiva de análise de custo-benefício; e (ii) a apresentação do debate sobre o desenho institucional da regulação financeira sistêmica brasileira, em que são explicitados os fundamentos de legitimidade constitucional na concessão de autonomia reforçada e poder normativo às autoridades regulatórias financeiras, com uma análise descritiva e propositiva de aprimoramento do atual desenho institucional, com maior enfoque no Conselho Monetário Nacional e no Banco Central do Brasil.⁶²

Por fim, o último capítulo pretende, principalmente, definir parâmetros de controle jurisdicional da atuação regulatória financeira sistêmica. A propósito, os marcos analíticos apresentados estão definidos de modo a considerar a Constituição brasileira de 1988 e o processo de redemocratização a ela correlato como marco histórico.⁶³

⁶¹ Conforme será ressaltado, a esfera pública, que é deliberativa e tem por objeto necessidades coletivas ou intersubjetivas, não se confunde, necessariamente, com a esfera estatal, ou seja, o espectro da democracia deliberativa extravaza os limites de atuação estatal propriamente dita, daí a legitimidade da regulação pública não estatal ou autorregulação em determinadas circunstâncias.

⁶² Essa assertiva é importante porque o protagonismo sistêmico de atuação regulatória tem sido exercido pelo Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil, o que não constituirá fator impeditivo de análise dos demais órgãos e entes que compõem o Sistema Financeiro Nacional (SFN). Ademais, é incontestável que os riscos à estabilidade financeira sistêmica concentram-se no sistema bancário, sobretudo nos conglomerados bancários (bancos múltiplos), que podem agregar, por exemplo, instituições bancárias, fundos de investimento, fundos de previdência complementar, seguradoras, etc.

⁶³ BARROSO, Luís Roberto. *Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: Os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo*. 1. ed., São Paulo: Editora Saraiva, 2009, p. 245.

Por sua vez, a ascensão do ideal de democracia deliberativa, fundado na filosofia política, na racionalidade dialógica (com ênfase no processo de argumentação jurídica) e na máxima da proporcionalidade dos atos regulatório,^{64 65} estará disposto como marco filosófico.⁶⁶

Por derradeiro, o marco teórico⁶⁷ consubstancia a força normativa da Constituição, cuja compreensão exige considerações sobre interpretação constitucional e capacidades institucionais, em conformidade com uma concepção dinâmica de separação de poderes fundada em diálogos constitucionais.

Logo, a pretensão do capítulo é definir *standards* de controle jurisdicional dos atos regulatórios financeiros, os quais serão testados em precedentes selecionados da jurisprudência dos Tribunais brasileiros.

⁶⁴ Segundo Robert Alexy, a proporcionalidade possui laços estreitos com a eficácia essencial dos direitos fundamentais. Devido à natureza axiológico-normativa dos princípios, extraídos de preceitos de direitos fundamentais, a máxima da proporcionalidade surge como elemento essencial de conexão normativa necessário à integridade do sistema de princípios, o que repercute na interpretação e aplicação da Constituição. V. ALEXY, Robert. *Teoria dos Direitos Fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo, Malheiros, 2008, p. 116.

⁶⁵ A noção de razoabilidade não será utilizada na presente dissertação. Nesse sentido, importa consignar que há controvérsia doutrinária e jurisprudencial notória acerca da natureza jurídica da proporcionalidade e da razoabilidade. Quanto ao ponto, sabe-se também que a razoabilidade deriva da doutrina do devido processo legal substantivo, construída no âmbito jurisprudencial norte-americano, e a proporcionalidade advém da jurisprudência do Tribunal Federal Constitucional alemão, ou seja, há origens jurídicas distintas. No entanto, há autores, dentre os quais se destaca Luís Roberto Barroso, que tratam a razoabilidade ou proporcionalidade como princípios de natureza semelhante, haja vista a inexistência de diferenciação ontológica significativa claramente aferível e em razão do exame de precedentes do Supremo Tribunal Federal ao lidar com ambos os aludidos princípios de forma idêntica, cf. BARROSO, Luís Roberto. *Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: Os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo*. 1. ed., São Paulo: Editora Saraiva, 2009, p. 255. Sendo assim, por se entender que a distinção terminológica e a categorização normativa da razoabilidade ou proporcionalidade (se regra, princípio ou postulado normativo) não são questões metodológicas e práticas importantes, o presente trabalho adotará a “máxima da proporcionalidade” ou, simplesmente, proporcionalidade, como expressões designativas suficientes ao propósito de afirmar o dever estatal de legitimação adequada de suas decisões sob o ponto de vista substancial, a partir do manejo prático dos três sub-vetores da adequação, necessidade e proporcionalidade em sentido estrito, o que vai ao encontro da sugestão de Virgílio Afonso da Silva, em “Nota do Tradutor”, à obra *Teoria dos Direitos Fundamentais* de Robert Alexy. Para isso, v. ALEXY, Robert. *Teoria dos Direitos Fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo, Malheiros, 2008, p. 10.

⁶⁶ BARROSO, Luís Roberto. *Op. Cit.*, p. 249.

⁶⁷ BARROSO, Luís Roberto. *Op. Cit.*, p. 262.

1 A ATIVIDADE FINANCEIRA COMO ELA É: DOS PRIMÓRDIOS AO CENÁRIO CONJUNTURAL MUNDIAL PÓS-CRISE *SUBPRIME* NORTE-AMERICANA

Em sua concepção simples, o mercado financeiro pode ser definido como o *locus* no qual os agentes econômicos realizam contratos, através de intermediários, com o objetivo de concretizar relações econômicas com substrato financeiro.

Assim, em regra, no mercado financeiro, os agentes superavitários poupadores (captadores) ofertam recursos a agentes deficitários tomadores de recursos para investimento ou consumo (demanda), mediante a promessa de pagamento de contrapartida financeira remuneratória, que deve, em tese, compensar a disponibilização imediata do recurso oferecido e o risco de inadimplemento assumido, com a utilização de intermediários financeiros nos mercados mais organizados, os quais, à evidência, exigem alguma remuneração pelo serviço financeiro prestado.

Portanto, do ponto de vista subjetivo, a relação financeira básica é composta de três agentes econômicos: (i) o tomador, que necessita de recursos para fazer investimentos e consumir e, por isso, assume uma dívida; (ii) o captador, que disponibiliza recursos poupados aos tomadores com a promessa de pagamento de remuneração cuja taxa de retorno deve levar em consideração o preço da perda imediata de disponibilidade dos recursos emprestados bem como a capacidade de pagamento do tomador, enquanto atitude de gestão de risco; e (iii) o intermediário financeiro, que presta o serviço de intermediação da operação financeira.

Quanto ao intermediário financeiro, as instituições financeiras bancárias ou bancos comerciais ou, simplesmente, bancos, são o exemplo mais conhecido de intermediário financeiro, pois, além de exercer a atividade de intermediação propriamente dita, é a instituição social, por excelência, capaz de agregar captadores e tomadores para o fim de viabilizar o estabelecimento de relações financeiras, auferindo, com isso, lucros resultantes do serviço financeiro de intermediação.⁶⁸

Sendo assim, o sistema bancário integrado por essas instituições cumpre uma função social de extrema relevância para o funcionamento adequado da economia de um

⁶⁸ Os bancos são a espinha dorsal de qualquer sistema financeiro no mundo, embora, hoje, a noção contemporânea de “banco” se expanda para as atividades financeiras dos grandes conglomerados bancários. Mesmo assim, pode-se dizer que “os bancos ainda são o núcleo das atividades financeiras” (WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 17).

país, notadamente como intermediador dos recursos necessários ao crescimento e desenvolvimento econômico, sobretudo mediante a concessão de crédito aos agentes econômicos.

Sob uma perspectiva fundada na eficiência social, o sistema bancário, devidamente operacionalizado através do mercado, funciona como intermediário especializado de recursos com vistas a prover instrumentos financeiros e facilitar pagamentos no âmbito econômico, do que resulta na redução de custos e no estímulo à ampliação das relações entre os agentes econômicos, além de ser possível supor que a especialização das instituições financeiras bancárias tender a melhor avaliação e gestão de riscos existentes na atividade de intermediação de recursos, especialmente para a concessão de crédito, o que proporciona ganhos de eficiência sistêmica e confere maior sustentabilidade para o financiamento da produção e do consumo de bens e serviços.⁶⁹

Se as pretensões humanas de gestão de riscos financeiros são possíveis diante de um futuro imprevisível, é o sistema bancário, tradicionalmente, a instituição social mais eficiente à obtenção de tal objetivo.

Por fim, o sistema bancário tem a importante facilidade de desenvolver instrumentos de crédito sem incorrer em despesas substanciais, além de não estar sujeito a limitações físicas para o oferecimento do crédito.⁷⁰

Em suma, essa é a lógica básica dos mercados financeiros, com ênfase no fato de que, hoje, há diversos instrumentos financeiros, criados através de inovações financeiras, aptos permitir uma gestão financeira de riscos de ativos mais eficiente e que

⁶⁹ A propósito da função das finanças, destaca Martin Wolf, *in verbis*: “As finanças permitem que as pessoas constituam empresas com o dinheiro de outras pessoas, participem do lucro das ideias de outras pessoas, distribuam a riqueza ao longo de toda a vida e façam o seguro da própria vida e de suas propriedades. As finanças conferem aos indivíduos liberdade e segurança e proporcionam às economias dinamismo e flexibilidade. No nível mais básico, as finanças fornecem mecanismos para a transferência de recursos de quem tem, mas não sabe usá-las com produtividade, para quem não tem, mas sabe usá-los com produtividade. Ideias sem financiamento são estéreis” (WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 11). No mesmo sentido: STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 41.

⁷⁰ Maria Cristina Penido de Freitas traça algumas características do sistema bancário que o diferencia dos demais setores da atividade econômica. Dentre as características apontadas, cabe destacar, além da instabilidade intrínseca própria da atividade bancária e da natureza distinta dos lucros gerados (a rigor, bancos obtêm lucros sem produzir nada fisicamente), a circunstância de que as instituições financeiras bancárias não estão sujeitas a patentes ou a limitações físicas, tais como, por exemplo, custos tangíveis e limites de capacidade operacional para a concessão de crédito. Além disso, o sistema bancário não incorre em despesas substanciais para a oferta de novos instrumentos de crédito, o que serve de estímulo para a busca incessante de novos produtos e serviços bancários, cf. FREITAS, Maria Cristina Penido de. *Racionalidade da Regulamentação e Supervisão Bancária: Uma interpretação Heterodoxa*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 27.

ultrapassam ou não se adequam, exatamente, no esquema básico de relação financeira acima descrito.⁷¹

Pois bem, atrelada à dinâmica dos mercados financeiros, há um componente indispensável destinado a servir de padrão de referência nas transações financeiras entre as pessoas: a moeda.

A moeda é o lastro financeiro representativo do valor nominal do objeto de qualquer relação econômica entre pessoas, isto é, a concretização das relações econômicas está sujeita ao fenômeno da monetização ou monetarismo, como meio de mensuração e comparabilidade do valor dos ativos – ou bens sociais –, a fim de viabilizar as relações econômicas interpessoais de troca.

Com isso, evidencia-se que o esquema financeiro básico (tomador, captador e banco) serve-se do elemento monetário, cujo valor pode estar vinculado a um outro ativo socialmente valorizado, haja vista, por exemplo, a utilização do ouro como padrão financeiro de lastro ou conversibilidade ao longo da história econômica mundial.

Atualmente, quanto ao elemento monetário, o valor da moeda varia conforme a credibilidade ou confiança na capacidade financeira do seu emissor – leia-se, do Estado emissor⁷² - de modo a construir-se uma expectativa relativa no sentido da manutenção do conteúdo financeiro da obrigação assumida monetariamente. Em nível internacional, essa é a realidade contemporânea após a extinção do uso do padrão ouro-dólar com o fim do Acordo de *Bretton Woods*, em 1971.⁷³

⁷¹ A definição tradicional de mercado financeiro desconsidera inovações financeiras importantes que deram ensejo à criação de mercados significativos no mundo financeiro contemporâneo, tais como, por exemplo, o mercado de securitização de ativos financeiros e o de derivativos. As características desses mercados serão trazidas ao longo do capítulo.

⁷² Conforme será enfatizado, a regra básica é o monopólio de emissão de moeda por um Estado soberano, embora se saiba da ocorrência de algumas experiências históricas de emissão privada de moeda. Sem embargo, por exemplo, é interessante notar a existência de experiências paralelas ao monopólio estatal de emissão de moeda, tal como a experiência de emissão de moedas sociais, lastreadas em moedas nacionais. No Brasil, o Banco Central do Brasil reconhece moedas sociais como complementares ao real, desde que o banco comunitário possua um real em caixa para cada moeda social emitida. A propósito, os bancos comunitários brasileiros já criaram, pelo menos, 81 moedas alternativas ao real, segundo a Secretaria Nacional de Economia Solidária (SENAE) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), conforme a matéria veiculada no sítio eletrônico da UOL, em 04 de junho de 2012, cujo título é: “Brasil tem 81 moedas além do real; veja algumas delas”. Disponível em: <http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/redacao/2012/06/04/brasil-tem-81-moedas-alem-do-real-veja-algumas-delas.jhtm>. Acesso em 07.12.12. Importante citar, também, a experiência do Euro, enquanto moeda única emitida pelo Banco Central Europeu (BCE), cuja aderência se deu em caráter facultativo à época, aplicável a quase todos os países integrantes da União Europeia.

⁷³ Considerações sobre o acordo de *Bretton Woods* serão feitas a seguir, mas o importante é saber, por ora, que os Estados Unidos da América, no governo Nixon, suspenderam a conversibilidade do dólar norte-americano em ouro, o que ia de encontro ao que preconizava o referido acordo.

Logo, o esquema financeiro básico interage, necessariamente, com o emissor da moeda que servirá de base à relação financeira. Nesse sentido, surge daí um dos principais problemas de estabilidade financeira - talvez o primeiro -, que consiste na tensão entre o Estado que emite moeda (política monetária) e o mesmo Estado quando atua, como tomador de recursos financeiros no mercado, ao emitir títulos de dívida pública interna ou externa (política de endividamento público),⁷⁴ cuja superação só é possível pela adoção de uma política monetária razoavelmente justa e sustentável,⁷⁵ a fim de atenuar ou anular efeitos de *senhoriagem*.⁷⁶

Adicionalmente, é importante fazer alusão à existência do fenômeno de criação de moeda escritural pelo multiplicador bancário,⁷⁷ enquanto inovação financeira⁷⁸ importante e socialmente útil ao mercado financeiro que impõe, em contrapartida, prudência na gestão de riscos pelos bancos, de modo a que riscos financeiros⁷⁹ não comprometam, excessivamente, a sua situação jurídica patrimonial-contábil de

⁷⁴ É evidente que o Estado pode se financiar através da instituição de tributos sobre as pessoas. No entanto, tal estratégia política é, demasiadamente, impopular. Curiosamente, até hoje, as pessoas sensibilizam-se muito pouco quando o Estado, ao invés de aumentar a carga tributária, emite, de forma excessiva e/ou descontrolada, títulos públicos de dívida no mercado interno ou internacional ou se mantém, artificialmente, ao longo do tempo, através da produção de sucessivos déficits públicos.

⁷⁵ A estabilidade monetária como questão de justiça básica será tratada no capítulo seguinte.

⁷⁶ O termo “senhoriagem”, “imposto inflacionário” ou “inflação fiscal” representa, em linhas gerais, o fenômeno de “financiamento indireto” do Estado que ocorre quando há a emissão excessiva de moeda na economia, com efeitos mais intensos sobre as pessoas menos favorecidas, cujo patrimônio é integrado, basicamente, por bens vinculados ao valor nominal da moeda. O salário é um exemplo claro de bem afetado diretamente por esse fenômeno.

⁷⁷ O fenômeno da criação de moeda escritural será explicado a seguir.

⁷⁸ O processo de desenvolvimento da intermediação financeira é viabilizado pelas inovações financeiras, atreladas, em maior ou menor grau, a um ativo ou moeda. Inovações financeiras podem atender a diversas necessidades, tais como: (i) a transferência de riscos, (ii) o aperfeiçoamento de condições de liquidez e negociabilidade ou (iii) o incremento de acesso a serviços financeiros. Conforme Otávio Yazbek, “a inovação financeira consiste na criação de instrumentos ou estratégias, alterando padrões vigentes, apresentando soluções, e, conseqüentemente, gerando resultados distintos daqueles que se esperaria originariamente. Por outro lado, a frequência dessas inovações e a sua intensidade estão relacionadas ao peso das atividades financeiras, à configuração do mercado, ao papel dos intermediários e ao arcabouço institucional existentes” (YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 57).

⁷⁹ Conforme Rachel Sztajn, o sistema financeiro é afetado pelos seguintes riscos: (i) risco de crédito, ligado à falta de pagamento, total ou parcial, dos credores pelos devedores; (ii) risco de contraparte, ou risco de liquidação de obrigações, sobretudo quanto à possibilidade de a outra parte se tornar insolvente; (iii) risco monetário, que representa a possibilidade de perda do poder de compra da moeda; (iv) risco de mercado, que representa os impactos de mudanças de preços nos fluxos de mercado; (v) risco de liquidez, ligado ao equilíbrio do fluxo financeiro para atender aos vencimentos das obrigações exigíveis; (vi) risco operacional, ou de empresa, quando os resultados são insuficientes para compensar custos, despesas e remunerar o capital; e (vii) risco sistêmico, quando há contaminação sistêmica. V. SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 66.

solvência e/ou a do sistema como um todo, com potencialidades de contágio e/ou propagação dos riscos sistêmicos.⁸⁰

Nesse sentido, há dois aspectos críticos mutuamente interligados, relativos à estrutura empresarial financeira e um pouco mais próximos do âmbito microeconômico,⁸¹ quais sejam: (i) a liquidez e (ii) a solvência das instituições financeiras.

Quanto à liquidez, partindo-se do esquema financeiro básico, é importante ressaltar que os bancos possuem uma estrutura patrimonial-contábil própria, afetada pelo descasamento temporal de liquidez financeira existente entre ativos e passivos constantes nos seus balanços, o que afeta a exigibilidade das obrigações contraídas no tempo de forma assimétrica, além do fato da criação de moeda escritural, que resulta em responsabilidades financeiras superiores às reservas financeiras efetivas dos bancos.

Em outras palavras, ao mesmo tempo, os bancos, que se utilizam do multiplicador bancário, detém, além do capital próprio, créditos de longo prazo no seu ativo, exigíveis no vencimento, e passivos de curto prazo exigíveis de imediato - depósitos à vista são o exemplo principal -, o que pode gerar situações críticas de iliquidez em circunstâncias de maior instabilidade econômica, tendencialmente agravadas por retrações sistêmicas de liquidez no mercado interbancário, o que, em última instância, pode levar o banco a recorrer a mecanismos institucionais de assistência à liquidez⁸² ou se sujeitar a “corridas bancárias”.⁸³

Quanto à solvência dos bancos, além de fatores gerais relacionados à má gestão empresarial, há dois elementos fundamentais desencadeadores de situações críticas,

⁸⁰ O risco sistêmico é intenso no mercado financeiro porque as instituições financeiras mantêm diversos relacionamentos financeiros mútuos, diretos e indiretos, em diversos segmentos específicos do mercado, de modo que a confiança entre elas é elemento essencial para o adequado funcionamento social do sistema.

⁸¹ No âmbito macroeconômico, também ocorrem retrações de liquidez pertinentes ao mercado de câmbio, que são resolvidas, via de regra, pela oferta de moeda estrangeira pelos Bancos Centrais, com eventual assistência bilateral entre países ou multilateral, através de organismos financeiros internacionais.

⁸² A função de prestamista de última instância é uma das funções típicas atribuídas aos Bancos Centrais, conforme será explicado a seguir, no momento oportuno.

⁸³ “Corridas bancárias” são caracterizadas quando há um fluxo anormal e intenso de demandas por resgates imediatos de créditos pelos clientes de instituições financeiras, o que afeta a situação financeira-patrimonial da instituição. Em razão disso, haverá uma pressão para que obrigações sejam liquidadas de forma antecipada e imprevista, o que poderá repercutir, em algum grau, na solvência dessa instituição, já que liquidações não planejadas de operações financeiras carregam, quase sempre, deságio no preço de venda. Não obstante, corridas bancárias podem ser evitadas por uma adequada regulação prudencial e desincentivadas por sistemas de seguros de depósitos, tal como o FGC no Brasil.

quais sejam: (i) a alavancagem financeira excessiva e (ii) a concentração relativamente alta de créditos de baixa qualidade no ativo dos bancos.

A propósito, o nível de alavancagem financeira é definido pela proporção em que o banco assume posições financeiras no mercado em comparação com o seu capital próprio disponível,⁸⁴ o que gera riscos proporcionais a essa exposição financeira que espera-se serem compensados, por outro lado, pela expectativa de rentabilidades correspondentes relativamente maiores.

No entanto, se o banco estiver excessivamente alavancado e as expectativas não se efetivam, os riscos de insolvência aumentam em razão da desproporção significativa das perdas financeiras obtidas em relação ao patrimônio da instituição bancária.

Já a baixa qualidade dos créditos existentes nos ativos dos bancos está ligada, principalmente, a falhas de gestão financeira de riscos creditórios, o que dificulta a recuperação integral e imediata do crédito caso haja inadimplementos dos devedores, além de impactar a capacidade institucional de concessão de crédito de forma sustentável ao longo do tempo.

É evidente que, em regra, o inadimplemento isolado de um devedor não causa impactos significativos, mas inadimplementos sistêmicos sim, máxime em situações de crise, nas quais as falhas pretéritas de gestão financeira de riscos de crédito, atreladas, por exemplo: (i) a processos imperfeitos de formação de preços (“bolhas”), (ii) à concessão de crédito a pessoas com pouco patrimônio ou histórico negativo no mercado, (iii) à atuação concentrada em mercados marginais de crédito ou (iv) a garantias colaterais contratuais ilíquidas ou superestimadas, passam a conviver com os riscos de mercado,⁸⁵ onde os preços e a liquidez dos ativos, normalmente, diminuem, dificultando, como fator adicional, a recuperação patrimonial imediata e integral dos bancos com carteiras ruins de crédito. Esse é um cenário típico, diga-se de passagem, que a regulação financeira prudencial pretende evitar ou atenuar.

São esses, portanto, os aspectos gerais da atividade financeira.

No entanto, mostra-se importante descrever, com detalhes, o processo evolutivo que culminou no sistema financeiro global hoje existente. A despeito de sua importância na história econômica mundial, ainda se percebe uma intensa falta de compreensão

⁸⁴ Segundo a regulação de cada país, a regra é que os bancos são obrigados a manter percentual de seus ativos como depósitos compulsórios nos Bancos Centrais, para fins de política monetária.

⁸⁵ Os riscos de mercado estão ligados, principalmente, à necessidade de liquidação imediata e não planejada de ativos financeiros com algum desconto.

acerca da funcionalidade do sistema financeiro na vida concreta das pessoas, muito embora seja claro que o consumo e o investimento precisam, intensamente, de financiamento econômico e de instrumentos de gerenciamento de riscos, sendo ambos viabilizados pelo sistema financeiro.

Além disso, nas últimas décadas, o mundo assistiu a dois processos evolutivos de extrema relevância, a saber: (i) um processo intenso de criação de instrumentos financeiros novos (inovações financeiras) e novos tipos de mercados financeiros, dentro de um contexto político e econômico favorável à desregulação financeira, o que adicionou, em demasia, complexidade técnica à regulação financeira dos mercados; e (ii) a formação, interação e expansão de mercados financeiros em nível global, enquanto processo mais intenso de globalização financeira, sem que houvesse, paralelamente, o estabelecimento de consensos internacionais relativamente mais amplos sobre a adequada estrutura regulatória dos mercados financeiros nacionais e internacionais, o que causa, à evidência, grandes assimetrias e/ou distorções econômicas, com repercussão financeira na vida das pessoas e dos Estados.

Assim, o foco de presente capítulo é o de trazer um histórico sintético da atividade financeira que descreva a importância social da intermediação financeira feita por bancos, que estão ligados ao surgimento da moeda, enquanto padrão financeiro de reciprocidade utilizado na atuação dos agentes econômicos no mercado.

Em seguida, examina-se, dentro do contexto histórico de ascensão definitiva do capitalismo, o processo de constituição dos primeiros Bancos Centrais no mundo e o desenho político-institucional de suas funções típicas, conjuntamente ao surgimento do papel-moeda e da moeda escritural no âmbito do sistema bancário tradicional, assim como a descrição do início do processo de regulação bancária. Nada obstante, apresenta-se a expansão do sistema financeiro global ocorrida após a Segunda Guerra Mundial, com destaque para o processo de internacionalização da atividade financeira iniciado em meados da década de 1960 e 1970 do século passado.

Em especial, realiza-se uma análise das circunstâncias relativas à última crise mundial, iniciada em 2007, causada pelo colapso do mercado imobiliário norte-americano *subprime*, que consistirá em estudo de caso importante aos próximos capítulos, a fim de demonstrar como fatores sociais da natureza política, econômica, comportamental e técnica, que se influenciam mutuamente, podem gerar crises financeiras e, por isso, devem ser considerados na formulação de políticas regulatórias para o setor.

Por fim, são descritos os principais progressos regulatórios efetuados pelo Brasil nos últimos anos, a fim de apresentar as principais medidas regulatórias concretas que contribuíram para o sucesso do país na execução da regulação financeira sistêmica até hoje.

1.1 Os bancos nos primórdios da História e o surgimento da moeda

A despeito de alguma divergência histórica, pode-se afirmar, conforme alguns doutrinadores, que os bancos, intermediários financeiros por excelência, surgem em concomitância com a própria moeda,⁸⁶ sendo percebidos na história econômica desde os Fenícios, assim como na Grécia Antiga e entre os Romanos.⁸⁷

A propósito, desde a sua origem, a atividade financeira exercida por banqueiros é uma atividade extremamente controversa sob o ponto de vista moral. Dentre diversas manifestações de reprovação moral, pode-se trazer, a título exemplificativo, o cenário contextual europeu durante a Idade Média, face à proibição da usura pela Igreja Católica.

Conceder crédito a terceiros era pecado grave no mundo cristão-ocidental, tanto que os usurários - pessoas que emprestavam dinheiro a juros - tinham sido excomungados pelo III Concílio de Latrão, em 1179, e, em seguida, foram considerados hereges pelo Concílio de Viena, em 1312.⁸⁸

⁸⁶ Conforme frisado por Paul Krugman, a suposição acerca do surgimento simultâneo dos bancos e da moeda é extraída, provavelmente, da atividade dos ourives, cujo negócio de fazer joias se expande, historicamente, no sentido do desenvolvimento de locais para a custódia de moedas metálicas e, em seguida, do empréstimo dessas moedas custodiadas a terceiros. V. KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 161-162.

⁸⁷ V. CARVALHO, Luís Paulo Figueiredo de. *Os Sistemas de Supervisão Prudencial na União Européia*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 17. Fábio Nusdeo, de igual modo, enfatiza que a moeda surge na Pré-História. V. NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 50. Quanto à cunhagem de moedas, Rachel Sztajn afirma o seguinte, *in verbis*: “*Moedas cunhadas parecem ser fenômeno de origem grega, país em que algumas cidades as adotam no século VII a.C., de onde se espalham para a Sicília e para o sul da Itália. Com as conquistas de Alexandre Magno, há notícia de moedas na Ásia central e no norte da Índia, bem como entre celtas e ibéricos. Na China adotou-se, originalmente, moedas como conchas e miniaturas de espadas e facas feitas de bronze. Nos dois casos, a função era a mesma, diferindo os metais empregados, prata e ouro no ocidente e bronze no oriente*” (SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 14).

⁸⁸ FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 38.

Não obstante, tal reprovação moral a respeito dos intermediários financeiros na Idade Média era relativamente hipócrita,⁸⁹ eis que os agentes econômicos recorriam, frequentemente, a empréstimos para atender suas necessidades econômicas.

Em outras palavras, embora a moral cristã predominante e majoritária não respaldasse a necessária atividade econômica de concessão de crédito face o desenvolvimento significativo das relações produtivas e comerciais do emergente sistema capitalista,⁹⁰ a atividade financeira, à evidência, já se mostrava essencial à expansão das atividades econômicas.

Digno de nota, nesse sentido, era a utilização da moral cristã como justificativa ao inadimplemento de obrigações financeiras contraídas, além de movimentos de expropriação de direitos creditórios em relação aos principais intermediários financeiros à época, especialmente os judeus, que constituem, historicamente, uma minoria étnica impopular.⁹¹

De todo modo, antes do advento dos bancos modernos no século XVII, já se notava a importância econômica das atividades financeiras e da moeda para o progresso econômico, principalmente por permitir a constituição eficaz de relações de produção e consumo de bens e serviços ou circulação financeira de ativos na economia.

Não se pode perder de vista que a atividade financeira, com realce na concessão de crédito, é uma conquista civilizatória do homem no sistema capitalista, capaz de propiciar o consumo de agentes sem recursos econômicos imediatos e, ao mesmo tempo, remunerar, adequadamente, o agente que se dispõe a abrir mão de sua renda imediata (poupança) em troca de uma contrapartida financeira previamente estabelecida entre as partes através dos juros. Os juros, ou taxa de juros, nada mais são do que o preço do acesso imediato à moeda no sistema financeiro.

⁸⁹ Diz-se relativamente hipócrita porque não se pode esquecer da existência, manifestamente reprovável sob o ponto de vista moral, dos agiotas, que atuam em mercados marginais e informais de crédito mediante empréstimo de dinheiro a juros extorsivos, com o uso de meios escusos para a cobrança e recuperação dos créditos.

⁹⁰ Digna de nota é a aceitação moral, à época, dos serviços financeiros no mercado cambial (que não eram gratuitos) porque não envolviam a cobrança de juros. À evidência, tais serviços, assim como os empréstimos, eram essenciais ao desenvolvimento eficaz das relações econômicas e dos pagamentos pertinentes ao comércio exterior de mercadorias, por exemplo. A respeito da atuação dos Medici no mercado cambial italiano na época, v. FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 44-48.

⁹¹ FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 39-41. Note-se que, até mesmo em relação aos judeus, os axiomas religiosos determinavam a proibição da usura entre eles, mas havia uma exceção, prevista em cláusula no livro do Deuteronômio, do Velho Testamento, que permitia empréstimos a “estrangeiros” não-judeus, o que dava legitimidade religiosa para a concessão de empréstimos a cristãos, o que, em certa medida, causou reações morais intensas, cujo preço foi a exclusão social, cf. FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 39.

No que diz respeito à moeda,⁹² a sua importância para o funcionamento dos mercados é percebida desde a Antiguidade clássica.

Aristóteles, ao tratar da reciprocidade no Livro V de *Ética a Nicômaco*, exalta o papel da moeda como meio justo e eficiente de troca nas relações econômicas, porque permite a comparabilidade do valor dos bens no mercado segundo um único padrão,⁹³ tornando-os comensuráveis,⁹⁴ além de representar uma garantia de preservação do valor dos bens para o futuro.⁹⁵

Tais virtudes da moeda percebidas por Aristóteles representam as funções da moeda para os teóricos da economia monetária. No contexto das sociedades complexas e descentralizadas em decorrência da divisão do trabalho,⁹⁶ a moeda se presta a ser: (i) meio eficiente e seguro de troca,⁹⁷ (ii) unidade de conta para a realização de pagamentos e (iii) reserva de valor,⁹⁸ enquanto ativo mais líquido da economia.⁹⁹

⁹² Moeda é a expressão mais técnica para descrever meios de pagamento, embora o sentido comum seja descrito pela palavra “dinheiro”.

⁹³ Segundo Aristóteles, “*as coisas que são objetos de troca devem ser comparáveis de algum modo, e para essa finalidade foi instituído o dinheiro, o qual, em certo sentido, se torna um meio-termo, visto que mede todas as coisas e, por consequência, também o excesso e a falta (...) todos os bens devem, portanto, ser medidos por um só e único padrão*” (ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. São Paulo: Martin Claret, 2011, p. 109).

⁹⁴ Confira-se, *in verbis*: “*Dessa forma, agindo o dinheiro como uma medida, ele torna os bens comensuráveis e os equipara entre si; e não haveria associação se não houvesse troca, nem troca se não houvesse igualdade, nem igualdade se não houvesse comensurabilidade. Na verdade, é impossível que coisas tão diferentes entre si se tornem comensuráveis, mas com referência à procura elas podem tornar-se comensuráveis em grau suficiente. Deve haver, portanto, uma unidade, e esta deve ser estabelecida mediante acordo (por isso ela se chama dinheiro); é ele que torna todas as coisas comensuráveis, uma vez que todas são medidas pelo dinheiro*” (*Ibid.* p. 109-110).

⁹⁵ Em continuação, Aristóteles ressalta que “*o dinheiro também é, de certa forma, a nossa garantia quanto às trocas futuras; se não necessitamos de alguma coisa agora, ele assegura a realização da troca quando tal coisa venha a fazer-se necessária; com efeito, o dinheiro garante a possibilidade de obter o que queremos em troca de dinheiro*” (*Ibid.* p. 109).

⁹⁶ Segundo Fernando Cardim de Carvalho, a “*moeda é necessidade social decorrente da divisão do trabalho*”, mesmo em sociedades não muito organizadas (CARVALHO, Fernando Cardim de (et. al.). *Economia monetária e financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2000, p. 2). Em seguida, o aludido doutrinador complementa a assertiva para frisar a função de viabilização de trocas, ao dizer que “*em uma economia monetária, os agentes recebem suas remunerações em moeda e podem, portanto, fazer planos mais flexíveis. Adquirem liberdade para comprar o que desejarem e quando desejarem, em geral, sem qualquer perda de tempo ou o desgaste físico e mental com as dificuldades em realizar transações que requerem coincidências muito específicas*” (CARVALHO, Fernando Cardim de (et. al.). *Op. Cit.*, p. 2).

⁹⁷ Quanto ao ponto, o poder liberatório da moeda quanto a obrigações é inerente ao sistema econômico, daí a necessidade de previsão de aceitação compulsória da moeda pelos agentes econômicos.

⁹⁸ CARVALHO, Fernando Cardim de (et. al.). *Op. Cit.*, p. 1. Além de meio de troca e unidade de conta, a função de reserva de valor é importante porque a moeda tem valor de estocagem irrelevante.

Portanto, a moeda é instituto social eficiente, dotado de reciprocidade, que pode ser considerado a primeira grande inovação financeira mundial,¹⁰⁰ pois permitiu a substituição do sistema de troca direta de bens, que contém evidentes desvantagens sociais pertinentes a dificuldades na coincidência recíproca de necessidades econômicas, por um sistema monetário que assegura e incentiva a divisão social do trabalho. A moeda é a medida adequada de dimensão social do valor dos bens no mercado.

Ao viabilizar as relações de troca dos agentes econômicos de forma clara e transparente, ela atenua, sensivelmente, os custos de transação¹⁰¹ nas relações econômicas e permite um processo mais eficaz de formação de preços, enquanto unidade de valor aceita por todos, servindo como meio de pagamento e de administração de riscos, além de possibilitar a reserva de valor para relações econômicas futuras.

Nesse sentido, vale enfatizar o fato de que a moeda é instituto que não se limita ao sistema capitalista, eis que a história econômica mundial mostra que mesmo os Estados “comunistas” constituídos no século XX não acharam conveniente dispensar a moeda ou substituí-la por outro instituto, o que evidencia sua eficiência ou imensa vantagem social.¹⁰²

À evidência, a moeda não garante o valor intrínseco dos bens, pois os preços são medidas monetárias que variam em termos nominais ao longo do tempo, vale dizer, o poder aquisitivo da moeda tem eficácia material e temporal variável, eis que dependente da estabilidade monetária interna e externa, assim como dos processos de formação de preços no mercado.

Pode-se dizer, de outro modo, que existe uma “ilusão da moeda estável” ou “véu monetário” no valor monetário nominal dos bens, na medida em que a realidade

⁹⁹ A liquidez é definida como o “atributo que qualquer ativo possui, em maior ou menor grau, de conservar valor ao longo do tempo e de poder ser convertido em moeda” (*Ibid.* p. 1).

¹⁰⁰ Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 64.

¹⁰¹ Os custos de transação estão associados aos custos existentes nas relações econômicas que transcendem os limites do mecanismo de formação dos preços nos mercados. Um exemplo de custo de transação evitado pela moeda é o custo de estocagem de bens para troca direta entre pessoas no mercado. A noção de custos de transação será aperfeiçoada ao longo do capítulo.

¹⁰² FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 22.

econômica é afetada, inevitavelmente, pelos fenômenos da inflação/deflação ou pelo mercado de câmbio¹⁰³ no contexto dos processos de formação de preços no mercado.

Não obstante, isso não desnatura sua notória eficiência social, pois os agentes econômicos podem, a partir da própria moeda, planejar a gestão dos riscos monetários.

Por outro lado, a moeda, para ser eficiente, deve ser segura, isto é, seu valor deve ser garantido por alguns atributos, notadamente: (i) a disponibilidade, (ii) a durabilidade, (iii) a fungibilidade, (iv) a portabilidade e, principalmente, (v) a confiabilidade.¹⁰⁴ Moeda, em essência, é questão de confiança.¹⁰⁵

Nas sociedades primitivas, a moeda era instrumentalizada através de mercadorias de aceitação social generalizada.¹⁰⁶ Com o tempo, metais passam a servir de material para a moeda devido à grande durabilidade, com a consagração do ouro como mercadoria universalmente utilizada face seu valor intrínseco.

Nesse sentido, é importante fazer referência ao processo do qual resultou na criação do papel-moeda. Inicialmente, os bancos, na Idade Moderna, depositários de moeda por excelência, passam a emitir certificados representativos de depósitos bancários de moeda metálica para facilitar sua custódia e dar maior segurança aos depositantes.

No entanto, com o tempo, tais certificados passam a circular entre os agentes econômicos, dando ensejo a transferências interpessoais na titularidade dos depósitos bancários e, ao final, devido à ampla aceitação social fiduciária dos certificados, cria-se a moeda-papel,¹⁰⁷ dotada de fungibilidade em relação à integralidade dos depósitos existentes nos bancos.

¹⁰³ NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 305-306.

¹⁰⁴ NUSDEO, Fábio. *Op. Cit.*, p. 28. Fábio Nusdeo destaca aspectos similares de segurança da moeda, a saber: a manuseabilidade, a divisibilidade, a fungibilidade e a capacidade de reserva de valor. V. NUSDEO, Fábio. *Op. Cit.*, p. 49.

¹⁰⁵ Assim como a moeda, o crédito é uma manifestação social ou intersubjetiva de confiança. Isso se demonstra pela etimologia da palavra crédito, que deriva da palavra latina *credo*.

¹⁰⁶ A propósito do tema, curiosa é a origem da palavra salário, conforme relatado por Fábio Nusdeo, *in verbis*: “A promoção do sal de simples produto a moeda – daí, talvez, a palavra salário – deveu-se a algumas características peculiares: o fato de ser geralmente aceito, poder conservar as suas características físico-químicas por muito tempo, facilidade de guarda, de transporte, sobretudo de fracionamento” (NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 49).

¹⁰⁷ O termo “moeda-papel” difere do “papel-moeda”. Enquanto o “papel-moeda” é representativo do meio circulante nas sociedades modernas, a “moeda-papel” representava o certificado que dava o direito à conversibilidade integral desse título em moeda metálica.

À época, tais bancos, baseados na confiança dos depositantes e na experiência de custódia e conversibilidade dos depósitos em moeda metálica, já percebiam que seus depositantes não realizavam saques integrais, o que os incentivava a emitir certificados de depósitos bancários sem lastro monetário.

Isso dará ensejo, posteriormente, conforme será visto a seguir, ao controle de emissão de papel-moeda (meio circulante) pelos Estados, eis que os modelos de emissão de papel-moeda por vários emissores bancários privados ou por um único banco privado emissor autorizado serão abandonados, sucessivamente, ao longo da história, em prol da instituição de um modelo exclusivo e oficial de controle e emissão de moeda.

1.2 A ascensão definitiva do capitalismo, o desenvolvimento moderno da atividade bancária e o surgimento dos Bancos Centrais: o início da regulação bancária

A história econômica mundial assistiu ao surgimento dos primeiros bancos modernos no século XVII. Apesar da relevância do Wisselbank,¹⁰⁸ de Amsterdã, fundado em 1609, que geria um sistema inovador e eficaz de pagamentos para a época, em que os agentes econômicos usavam uma única moeda padronizada para realizar transações comerciais que envolviam diversas moedas, os estudiosos costumam apontar o *Riksbank* sueco, de 1656, e o Banco da Inglaterra, de 1694, como exemplos dos primeiros bancos modernos, sendo o Banco da Inglaterra o primeiro Banco Central.¹⁰⁹

O *Riksbank*, embora atuasse no mercado cambial à semelhança do Wisselbank holandês, foi o banco pioneiro na criação de moeda escritural, consistente no processo

¹⁰⁸ O Wisselbank foi criado para resolver problemas decorrentes da liquidação de operações cambiais relacionadas às transações com moedas múltiplas das províncias holandesas e moedas estrangeiras. O Wisselbank não é citado como exemplo de banco moderno em algumas obras somente porque operava sem alavancagem, já que o coeficiente de depósitos e reservas monetárias era próximo a 100%, cf. FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 50.

¹⁰⁹ A propósito da ascensão dos Bancos Centrais, o modelo institucional padrão de uma autoridade monetária é o seguinte, *in verbis*: “A origem desta instituição denominada banco central remonta aos séculos XVII e XVIII, quando, em alguns países europeus, um banco comercial privado destacou-se dentre os demais. Em virtude de suas relações com o Tesouro, esses receberam o direito principal ou exclusivo de emissão da moeda fiduciária. As principais funções desempenhadas por esses bancos, conhecidos inicialmente como bancos especiais de emissão, eram controlar a circulação da moeda-papel, garantir a conversibilidade de seus bilhetes em ouro e financiar as atividades do Estado. Todavia, paralelamente ao desenvolvimento dos sistemas bancários nacionais, essas instituições foram assumindo novas atribuições, as quais são hoje consideradas típicas de um banco central: a função de gestor dos meios de pagamentos, de banco dos bancos, de controlador da moeda e do crédito, de prestamista em última instância e de regulador e supervisor do sistema bancário” (FREITAS, Maria Cristina Penido de. Op. Cit., p. 29).

de inovação financeira em que se utiliza o fato da improbabilidade de retirada integral dos depósitos bancários ao mesmo tempo ou a constituição da estratégia financeira de “reserva fracional dos negócios bancários” para conceder empréstimos com caráter multiplicador, sobre os quais, evidentemente, cobrava juros.¹¹⁰

Isto é, pela primeira vez, fez-se uso da “reserva fracional dos negócios bancários” ou encaixe bancário. A lógica é simples: o banco, ciente da evidência empírica de que os depositantes efetuam, em regra, apenas resgates parciais, sem prejuízo da constituir reservas para atender pedidos imediatos de resgate relativamente previsíveis e cobrir seus próprios custos, empresta o restante dos depósitos a terceiros, mediante a cobrança de juros.

Ademais, a experiência mostrou que os mutuários realizam pagamentos com o valor dos empréstimos concedidos, sendo que esses pagamentos, em algum momento posterior, retornam ao sistema bancário através de depósitos, em que o novo ou idêntico banco receptor do depósito agirá da mesma forma, e assim sucessivamente, criando, com isso, moeda escritural, pois o sistema bancário multiplicou, escrituralmente, a moeda inicialmente depositada no primeiro banco,¹¹¹ de modo que ajustes no montante global de depósitos e saques são resolvidos por sistemas interbancários de compensação e liquidação para a concretização dos pagamentos.¹¹²

¹¹⁰ FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 51.

¹¹¹ Essa descrição simples do fenômeno é dada por Fábio Nusdeo (NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 307).

¹¹² Numericamente, a fim de descrever o fenômeno de criação de moeda escritural, imagine-se, por exemplo, que o sistema monetário disponibilize R\$1.000,00 para fins de depósito e que os agentes econômicos efetuem depósitos neste montante no sistema bancário, sem considerar exigências regulatórias de depósito compulsório e custos, no qual o percentual de reservas para atendimento a pedidos de resgate imediato seja da ordem de 20%. Com a disponibilização do valor inicial de R\$1.000,00, são constituídas reservas no montante de R\$200,00 e restam R\$800,00 (80% de R\$1.000,00), os quais podem ser emprestados e cujo valor ensejará, com a consumação deste único empréstimo, a criação de moeda escritural. Desses R\$800,00 emprestados, o agente econômico receptor poderá, por exemplo, efetuar o pagamento de uma dívida de R\$300,00, mantendo o crédito de R\$500,00 em depósito. Recebido o pagamento da dívida por outro agente econômico, com reversão da quantia em depósito, recolhe-se R\$60,00 (20% de R\$300,00) a título de reservas e se empresta os R\$240,00 restantes, assim como pode ser concedido novo empréstimo pela instituição financeira bancária com relação àqueles R\$500,00 mantidos em depósito, do qual serão emprestados R\$400,00, com o recolhimento de R\$100,00 (20% de R\$500,00) para fins de reserva, gerando, nesse segundo momento, moeda escritural no montante de R\$640,00 (R\$240,00 + R\$400,00, que representa 80% dos R\$800,00) e reservas da ordem de R\$160,00 (R\$60,00 + R\$100,00, que representa 20% dos R\$800,00), e assim sucessivamente. Feitas tais considerações exemplificativas, verifica-se que, a partir de um montante monetário inicial de R\$1.000,00, se a reserva feita para atender a resgates imediatos é de 20%, o sistema monetário, mediante a soma de valores correspondentes a cada novo momento subsequente de concessão de crédito, gera um valor superior ao montante monetário inicial, pois da soma de R\$1.000,00 + R\$800,00 + R\$640,00 + (...), no exemplo ora trazido, obtém-se o valor de R\$5.000,00, cinco vezes maior àquele montante inicial,

A Criação do Banco da Inglaterra, ocorrida em 1694, sob a forma privada de sociedade por ações¹¹³, é citada como exemplo de instituição concebida, inicialmente, para financiar despesas estatais de guerra mediante atuação como banqueiro do governo, mas que foi autorizado a ser o único banco com o monopólio parcial de emissão de notas bancárias, enquanto atividade equivalente à atividade de controle e emissão de moeda.¹¹⁴ Portanto, o Banco da Inglaterra passava a exercer duas funções típicas de um Banco Central, quais sejam: (i) banqueiro do governo e (ii) monopolista de emissão de moeda.

Nesse momento, é importante diferenciar a criação de moeda escritural, própria dos depósitos bancários, da atividade de controle e emissão de moeda ou meio circulante (papel-moeda). Enquanto a moeda escritural decorre do aproveitamento do descasamento temporal de exigibilidades dos depósitos bancários inerente à estrutura dos depósitos bancários, o controle e emissão de moeda diz respeito ao meio circulante ou papel-moeda emitido, que consiste na base monetária.¹¹⁵

Pois bem, a atividade de emissão de moeda passou a integrar o modelo institucional bancário de diversos países, com o desenvolvimento de três modelos, assim enunciados: (i) o modelo de vários bancos privados emissores ou *free banking system*;¹¹⁶ (ii) o modelo de autoridade emissora única; e (iii) o modelo de monopólio exclusivo de emissão estatal ou *central banking system*.

portanto. É claro que esse é um esquema exemplificativo e simplificador, mas serve para demonstrar como ocorre a criação de moeda escritural no sistema bancário.

¹¹³ A título informativo, o Banco da Inglaterra foi estatizado somente em 1946, conferindo-lhe natureza pública. Em 1997, foi-lhe outorgada independência institucional para definir a política monetária, embora a competência para a regulação financeira no Reino Unido tivesse sido deslocada para um novo órgão, qual seja, a *Financial Services Authority (FSA)*. A propósito, após a última crise mundial, o *Banking Act* de 2009 instituiu o *Financial Stability Committee* em substituição à FSA, sendo esse também posteriormente substituído pelo *Financial Policy Committee*, em 2012, no âmbito do atual desenho institucional do Banco da Inglaterra.

¹¹⁴ FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 51.

¹¹⁵ A criação de moeda escritural é distinta da noção de meio circulante. A divisão dos agregados monetários no Brasil é feita da seguinte maneira: (i) meio circulante é a moeda emitida ou base monetária; (ii) moeda em poder do público é meio circulante menos as reservas bancárias exigíveis; (iii) M1 é a moeda em poder do público e os depósitos à vista; (iv) M2 é integrado por M1 e títulos públicos federais; (v) M3 é M2 e depósitos de poupança; (vi) M4 consiste em e depósitos a prazo; e (vii) M4 ampliado agrupa M4 e depósitos a ordem do Banco Central do Brasil.

¹¹⁶ O modelo de pluralidade de bancos privados emissores de moeda já foi adotado na história do Brasil, sendo a mais conhecida a fracassada iniciativa do Ministro da Fazenda Souza Franco em 1857, cf. AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direitosupranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 109.

Quanto ao ponto, a história demonstrou o eficácia na adoção do modelo exclusivo de emissão estatal e a inviabilidade dos demais.

A propósito, já no século XIX, o modelo inglês serviu de inspiração aos demais países europeus e ao Japão. Em linhas gerais, a Inglaterra atribuiu ao banco central o monopólio do poder de emissão de moeda e o controle do padrão ouro, além de desenvolver funções centralizadas de liquidação e compensação interbancária, atuando como banco dos bancos e, eventualmente, como prestamista de última instância, em uma estrutura bancária relativamente concentrada em poucas e grandes instituições.¹¹⁷

Por outro lado, o modelo norte-americano, inicialmente avesso a qualquer iniciativa estatal monopolista ou interventiva, consagrou o *free banking system*, isto é, um sistema bancário livre, sem barreiras significativas à entrada, notadamente após o National Bank Act, de 1864.¹¹⁸ Devido a algumas crises financeiras intensas, o modelo mostrou-se ineficiente e foi abolido com a criação do *Federal Reserve System* (FED) em 1913,¹¹⁹ o Banco Central norte-americano.

De uma maneira geral, o mundo sofreu mudanças financeiras significativas durante os séculos XVII a XIX. Foram criadas e executadas inovações financeiras importantes, quais sejam: (i) a possibilidade de liquidações e compensações internas aos próprios bancos sem o uso de moeda metálica; (ii) o desenvolvimento de ambientes interbancários de negociação; e (iii) a moeda escritural.¹²⁰

¹¹⁷ Conforme narra Niall Ferguson, “*embora existisse variação, as economias mais avançadas seguiram, em essência, a liderança britânica quando chegou a hora da regulamentação, através de um banco central monopolista que controlava o padrão-ouro, e da concentração dos depósitos bancários em poucas instituições relativamente grandes. O Banco de França foi instituído em 1800, o Reichsbank da Alemanha em 1857, o Banco do Japão em 1882, e o Swiss National Bank em 1907. Na Grã-Bretanha, como no continente europeu, houve tendências acentuadas quanto à concentração bancária, exemplificada pelo declínio no número de bancos rurais, de um total de 755 em 1809, para dezessete, em 1913*” (FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 58).

¹¹⁸ FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 59. Após o *National Currency Act*, de 1863, tornou-se possível a constituição de bancos nacionais nos Estados Unidos da América; anteriormente, só havia bancos estaduais, sendo esses regulados pelos Estados correspondentes. A autorização para a constituição de bancos nacionais passou a ser dada pelo *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), responsável pela regulação dos bancos nacionais. O sistema dualista norte-americano (bancos estaduais e nacionais) persiste até hoje.

¹¹⁹ Segundo Paul Krugman, o FED, integrado pelos doze *Federal Reserve Banks* dos Estados Unidos da América, foi criado com o “*objetivo de obrigar todas as instituições depositárias a manter reservas adequadas e a abrir suas contas à inspeção pelos reguladores*”, o que deu ensejo à padronização e centralização das reservas bancárias, com a viabilização do *open market* como principal instrumento de política monetária. V. KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 165.

¹²⁰ V. FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 53.

Nada obstante, assistiu-se à atribuição de funções típicas a Bancos Centrais, a saber: (i) o monopólio na emissão de notas bancárias ou moeda, com o descolamento relativo das reservas em metais preciosos em proporção ao volume de meios de pagamento, embora com a utilização do padrão-ouro pela autoridade monetária;¹²¹ (ii) a função de banqueiro do governo;¹²² e (iii) a coordenação dos sistemas interbancários, enquanto banco dos bancos, com a atribuição de ser prestamista de última instância, em prol da estabilidade financeira sistêmica.

Tais funções típicas de um Banco Central, interdependentes por natureza e exercidas com fundamento no poder normativo que lhe é comumente atribuído pelos Estados, conjuntamente à função clássica de assessor econômico do governo, podem ser consolidados em dois pilares fundamentais: a estabilidade monetária e a regulação financeira sistêmica propriamente dita.

A propósito, a estabilidade monetária diz respeito à gestão do monopólio interno de controle da emissão de moeda (monopólio de emissão)¹²³, atrelada à execução da gestão cambial do país (execução da política cambial e administração de reservas internacionais).

Por outro lado, a regulação financeira sistêmica propriamente dita se estabelece com objetivos de estabilização das estruturas dos sistemas financeiros de pagamentos e de liquidez dos mercados – banco dos bancos¹²⁴ -, devidamente atrelada a processos de

¹²¹ A utilização do padrão-ouro naquela época era a garantia institucional explícita mais eficiente de preservação do valor da moeda, imponível aos Estados emissores.

¹²² Hoje, a autoridade monetária mantém funções de banqueiro do governo, como o de ser o depositário de contas oficiais e das reservas internacionais, mas sua função original, qual seja, a de financiar o Estado, direta ou indiretamente, através da emissão de moeda, foi abandonada nos países que prezam por um nível mínimo de estabilidade financeira, haja vista o manifesto conflito de interesses entre a condução de uma política monetária austera e os impetus de endividamento público.

¹²³ A política monetária é exercida com vistas a adequar a quantidade de moeda em circulação, de modo a conduzir a prezar pela estabilidade no nível geral de preços. Em linhas gerais, tal missão é induzida através de alguns mecanismos, dentre os quais se destacam: (i) o encaixe legal ou depósito compulsório, de natureza mais rígida, que altera o montante de moeda disponível ao sistema bancário para oferta na economia, com impacto na liquidez e na capacidade de multiplicação de moeda escritural; (ii) o redesconto, mais relacionado à função de prestamista de última instância e que afeta a oferta monetária por significar um acréscimo de liquidez no sistema bancário; e (iii) operações no mercado aberto, no qual a autoridade monetária controla, de forma flexível, a oferta e a demanda de títulos públicos em circulação mediante a aquisição ou alienação desses títulos, do que resulta no aumento ou redução de liquidez na economia, respectivamente, com impacto na oferta de moeda na economia. À evidência, em termos mais amplos, os objetivos de política monetária são afetados pela emissão de dívida pública no mercado financeiro, assim como pelo resultado do balanço de pagamentos e da política cambial implementada no país.

¹²⁴ Atuar como banco dos bancos significa, dentre outras possibilidades, por exemplo: (i) constituir estruturas de depósitos de reservas bancárias; (ii) assegurar o funcionamento adequado do mercado

regulação e supervisão financeira prudencial com foco em riscos sistêmicos relacionados à liquidez e solvência de instituições financeiras.

Em suma, essa é a estrutura básica vitoriosa moldada para a estrutura funcional do sistema financeiro e em relação aos Bancos Centrais, com influência significativa da experiência bem sucedida do modelo inglês.

Adicionalmente, a importância econômica da Inglaterra no contexto mundial do século XIX deu ensejo, no âmbito do mercado internacional de câmbio, à adoção do padrão ouro-libra de 1870 a 1914, que, após um período de intensas contestações e inutilização no início do século XX¹²⁵ em uma conjuntura de extrema instabilidade mundial, foi substituído pelo sistema do acordo de *Bretton Woods*, de 1944, após o fim da segunda Guerra Mundial, no qual se passou a contemplar o padrão ouro-dólar.

Os desdobramentos dessa mudança histórica, bem como o início de um processo intenso de internacionalização financeira, serão detalhados a seguir.

1.3 Evolução do sistema financeiro na segunda metade do século XX e perspectivas preliminares para o sistema financeiro global

Conforme exposto, durante os séculos XVII a XIX, são introduzidas diversas inovações financeiras características do sistema financeiro atual, concomitantemente ao início e evolução de um processo de instituição de Bancos Centrais nos principais países mundiais, dando ensejo às primeiras iniciativas efetivas dos Estados no sentido da sistematização das diretrizes fundamentais de regulação bancária, em prol da estabilidade monetária financeira sistêmica.

Desde então, percebe-se que o sistema financeiro esteve centrado, essencialmente, nas atividades bancárias, sem prejuízo, evidentemente, da existência de mercados financeiros marginais de intermediação financeira com pouca importância. O mercado de capitais, tal como o conhecemos hoje, ainda não tinha se desenvolvido.

Ademais, mesmo no século XX e a despeito da intensificação do comércio internacional ao longo dos séculos, o grau de internacionalização dos bancos mostrava-

interbancário, mediante o fornecimento de instrumentos de liquidez transitória (operações de redesconto ou liberação dos depósitos compulsórios, por exemplo) ou atuação como autoridade monetária prestamista de última instância; e (iii) coordenar estruturas de custódia, liquidação e compensação de pagamentos.

¹²⁵ Detalhes históricos específicos do período não serão comentados porque não essenciais e para não alongar o ponto em demasia.

se baixo, haja vista o controle rígido exercido pelos Estados sobre a atividade bancária, o que era explicado, sob o aspecto macroeconômico, pela observância estrita do padrão ouro durante o século XIX e XX e, especificamente, após a segunda Guerra Mundial, haja vista adoção do padrão ouro-dólar instituído no acordo de *Bretton Woods*.¹²⁶

Em outras palavras, a regulação bancária estatal imposta pelos Bancos Centrais, em termos cambiais, era intensa a ponto de inibir iniciativas financeiras efetivas no âmbito internacional, o que ocorre, basicamente, até a década de 1950.¹²⁷

Não obstante, na década de 1960, além do desenvolvimento interno mais intenso do mercado de capitais nos Estados Unidos da América e na Europa, observa-se o efetivo começo de um processo de internacionalização dos bancos capitaneado pelos bancos norte-americanos, na medida em que acompanhavam a expansão mundial de suas corporações multinacionais, o que também ocorreu com alguns bancos europeus em relação às suas respectivas empresas, embora em menor intensidade¹²⁸.

Na década de 1970, esse processo de internacionalização financeira se consolida e ganha novos contornos, com destaque especial para a extinção do modelo cambial rígido instituído no acordo do *Bretton Woods*¹²⁹ e a consagração do modelo de câmbio

¹²⁶ No âmbito da Conferência de *Bretton Woods*, foram criados o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD ou Banco Mundial), além da formulação do Acordo Geral sobre tarifas e comércio (GATT). A propósito, Rachel Sztajn descreve o momento histórico da seguinte forma, *in verbis*: “*Subjacente à iniciativa estava a ideia de que crescimento econômico e equilíbrio financeiro evitariam outras guerras e, portanto, era preciso criar organizações que formulassem políticas de desenvolvimento – Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) -, políticas monetárias – Fundo Monetário Internacional (FMI) – e políticas comerciais – Acordo Geral sobre tarifas e comércio (GATT) -, que se encarregariam de aplicar os recursos, resolver disputas, e fiscalizar a implementação das recomendações feitas aos países beneficiários dos recursos. Para isso adotar-se-iam políticas monetárias visando a manter a paridade das moedas nacionais. O lastro ouro, então existente, facilitava o controle da quantidade de moeda em circulação e eventuais desequilíbrios negativos da balança de pagamentos seriam compostos mediante adiantamento feito pelo Fundo Monetário Internacional, evitando-se a desvalorização da moeda*” (SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 165).

¹²⁷ CARVALHO, Luís Paulo Figueiredo de. *Os Sistemas de Supervisão Prudencial na União Européia*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 19.

¹²⁸ CARVALHO, Luís Paulo Figueiredo de. *Op. Cit.*, p. 19.

¹²⁹ A ascensão progressiva do mercado de eurodólares e petrodólares, em meados da segunda metade de década de 1960, dentro de um contexto de maior crescimento econômico da Europa e do Japão em relação aos Estados Unidos da América, que passava por um momento de recessão, desequilíbrio no balanço de pagamentos e endividamento público para o custeio da Guerra do Vietnã, já sinalizava, na época, o esgotamento do padrão cambial de *Bretton Woods*, pois já se percebia que os Estados Unidos da América não possuíam ouro suficiente para cumprir o padrão ouro-dólar. Além disso, políticas cambiais particulares de alguns países contribuíram para a aceleração da extinção do acordo de *Bretton Woods*, conforme narra Rachel Sztajn em relação ao caso francês, *in verbis*: “*Embora a França fosse signatária do Acordo de Bretton Woods, o governo de Gaulle, apelando para o nacionalismo, manipulou a taxa de câmbio, concedeu subsídios aos produtores e, com isso, atingiu posição no mercado internacional que*

flutuante, que provocou, em consequência, a instituição de um grande mercado interbancário internacional de câmbio de moedas estrangeiras lastreado em derivativos de câmbio.¹³⁰ Estava constituída uma nova era na economia global, baseada em moedas internacionais fiduciárias.¹³¹

Em razão disso, a circulação financeira de capitais foi extremamente facilitada, haja vista a desvinculação financeira das transações internacionais a um padrão rígido de conversão atrelado a reservas nacionais de ouro, com a ascensão das moedas nacionais fortes, sobretudo o dólar norte-americano, como padrão fiduciário de operações financeiras em nível internacional.

No mesmo período histórico, há o advento de inovações financeiras, desenvolvem-se mercados financeiros paralelos ao sistema bancário tradicional e há a ascensão internacional de grandes conglomerados financeiros internacionais, com a consumação substancial desse processo na década de 1980.

É nessa época, por exemplo, que se consolidam, respectivamente, os mercados de derivativos cambiais, instituições com estrutura dos fundos globais de investimentos¹³² e bancos com atuação financeira mundial.

Em síntese, pode-se dizer que o processo de internacionalização financeira apresentou as seguintes características: (i) a ascensão de mercados financeiros internacionais mais importantes face à globalização, com o surgimento de bancos mundiais; (ii) a revolução tecnológica nos meios de comunicação e na informática, com

*lhe permitiu acumular grande reserva em ouro. Em novo lance do jogo político, o governo francês pleiteou para o país o papel até então desempenhado pelos Estados Unidos da América no comércio internacional, no qual a até então predominância da moeda norte-americana era incontestada. Ante a ameaça da França, o governo norte-americano adota, em 1968, decisão radical de abandonar a paridade entre o dólar norte-americano e o ouro, e transforma sua moeda em reserva do tesouro. Nessa mesma ocasião, o governo norte-americano conferiu ao Federal Reserve Board, banco central norte-americano, competência para fixar a quantidade de moeda emitida e em poder das 'famílias' e, por via de consequência, de determinar o montante de crédito disponível na economia. A política monetária ganhou novas feições; o presidente daquele banco central, em comunicado ao Congresso norte-americano e à sociedade, comunica as decisões da autoridade monetária quanto à quantidade de moeda disponível na economia" (SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 27).*

¹³⁰ Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 62.

¹³¹ A década de 1970 não foi boa para a maioria dos países. Considerada a década da "estagflação", enquanto termo que designa a combinação de estagnação e inflação, nela também ocorreram duas crises do petróleo em 1973 e 1979, o que afetou a estabilidade macroeconômica mundial.

¹³² Mencionar os fundos de investimento como exemplo é útil ao propósito de demonstrar a criação de estruturas financeiras paralelas ao sistema bancário tradicional, que podem ser desenhadas com o intuito de oferecer recursos a diversos tomadores sem a necessidade de qualquer vínculo com o sistema bancário ou sujeição a restrições regulatórias a ele inerentes.

influência nos processos internos e externos das instituições financeiras, sobretudo na comunicação entre mercados e na difusão ampla de informações financeiras; (iii) a desregulação; (iv) o aumento da pressão da concorrência entre integrantes do sistema financeiro mundial; e (v) o novo enquadramento macroeconômico pós-fim de *Bretton Woods*.

No âmbito político, é importante frisar a ascensão ao poder da líder conservadora Margareth Thatcher na Grã-Bretanha, em 1979, e do republicano Ronald Reagan na presidência dos Estados Unidos da América, em 1980.

Tais fatos representam marcos da afirmação de uma concepção política denominada neoliberal, fundada em propósitos de promoção de estratégias de liberalização dos mercados e de diminuição do grau de intervenção do Estado na economia,¹³³ conforme influência significativa da escola Monetarista da Universidade de Chicago, o que deu respaldo a todo o processo de globalização financeira internacional e repercutiu, politicamente, em diversos países no mundo, no contexto histórico de decadência mundial dos países e ideais “socialistas”.

De fato, a implementação e disseminação mundial da estratégia política neoliberal trouxe alguns resultados notáveis aos países em termos de crescimento e desenvolvimento econômico, devidamente acompanhada pela evolução substancial do sistema financeiro global, que ocorreu conjuntamente a reformas regulatórias.

A despeito de assimetrias e distorções macroeconômicas existentes no cenário mundial durante e após a década de 1980, acreditava-se que tal estratégia se mostraria eficiente ao propósito de atenuar e corrigir desequilíbrios econômicos ao longo do tempo, preservando-se, assim, um nível razoável de estabilidade financeira mundial.

Todavia, mesmo que o mundo tivesse passado por crises financeiras tóxicas e regionais no período, somente com a eclosão de crise do mercado imobiliário norte-americano *subprime* em 2007, cujos efeitos financeiros se manifestaram de forma intensa e avassaladora nos mercados financeiros mundiais, nos orçamentos estatais e

¹³³ Em termos de idealização do papel econômico do Estado na economia, houve a formulação do conhecido Consenso de Washington, em 1989, extraído das ideias teóricas de John Williamson, das quais são estabelecidas as seguintes diretrizes estatais de atuação: (i) imposição de disciplina fiscal; (ii) reforma para simplificação e redução de carga tributária; (iii) liberalização das taxas de juros; (iv) foco de gastos públicos com a saúde e a educação; (v) proteção dos direitos de propriedade; (vi) privatização de empresas estatais; (vii) desregulamentação dos mercados; (viii) adoção de taxa de câmbio flutuante; (ix) remoção de barreiras comerciais; e (x) remoção de barreiras ao investimento estrangeiro direto. V. FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 288.

balanços de Bancos Centrais,¹³⁴ a estratégia política neoliberal ou as estratégias de desregulação são postas em xeque.

Questões políticas, comportamentais, econômicas e técnicas emergem do caos financeiro gerado nos últimos anos, que provocam reflexões essenciais à compreensão do que deve ser considerado e valorizado para fins de definição de um desenho regulatório eficiente ao objetivo simultâneo de estimular a livre iniciativa financeira sem o comprometimento de uma razoável estabilidade do sistema financeiro.

Não é de hoje que os estudiosos e a própria ciência econômica admitem a existência de falhas de mercado significativas na estrutura do sistema financeiro, sobretudo relacionadas a externalidades e assimetrias de informação, as quais são aptas a comprometer o elemento fundamental nas relações financeiras: a confiança.

Até grande parte dos adeptos da teoria econômica neoclássica reconhecem que o Estado tem legitimidade, embora limitada, para corrigir falhas de mercado, quando necessário. Logo, a questão essencial que se põe é saber por que tais falhas foram desconsideradas pelos formuladores de políticas públicas norte-americanos.

Se o Direito é, simultaneamente, o principal regulador social de comportamentos e o instrumento da política com aspirações de justiça, uma estratégia regulatória eficiente no âmbito financeiro deve ser moldada sob as seguintes premissas: (i) as instituições políticas devem prezar pela estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, cientes de que distorções causadas pela captura, poder burocrático excessivo ou pressões parciais de grupos políticos específicos podem afetar, negativamente, tal estado ideal de coisas pretendido; (ii) os agentes econômicos, por serem potenciais maximizadores racionais de seus próprios interesses, reagem aos incentivos dados pelo sistema financeiro, isto é, o alinhamento razoável dos interesses individuais e coletivos só é obtido quando a estratégia regulatória, focada em políticas públicas de longo prazo, disciplina, de forma adequada, os incentivos econômicos que influenciam o comportamento dos agentes financeiros, seja para restringi-los ou estimulá-los quando negativos ou positivos, respectivamente; (iii); não existe resposta inequívoca, baseada na ciência econômica ou na experiência, a respeito de qual é o tamanho ótimo do Estado na economia, especialmente em setores econômicos mais relevantes, também influenciados por fatores históricos e conjunturais; e (iv) a regulação deve ser feita com

¹³⁴ Conforme será ressaltado a seguir, os custos sociais envolvidos na crise financeira do *subprime* foram excessivamente elevados para o Tesouro americano, além de ter agravado a situação orçamentária e fiscal de diversos países europeus.

respeito ao estado da arte técnica, vale dizer, os métodos técnicos de regulação de atividade financeira mais eficazes não podem ser negligenciados, sob pena de comprometer os resultados regulatórios.

No entanto, a pauta política de discussão acima sugerida não parece ter influenciado a opinião pública e a mídia internacional se observada a experiência norte-americana posterior ao advento da crise.

No que toca à principal mudança regulatória realizada nos Estados Unidos da América, qual seja, a edição do *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act)*, de 21 de julho de 2010,¹³⁵ há críticas fortes sobre o seu conteúdo, que é taxado de extremamente complexo, longo, restritivo, burocrático, ineficiente ou confuso.¹³⁶

À evidência, em termos objetivos, toda crítica é válida e deve ser filtrada de forma adequada para o progresso das políticas regulatórias. O que parece ser consenso, não obstante, é a necessidade de construção de um desenho regulatório financeiro que seja abrangente, efetivo e dinâmico, em que os reguladores sejam capazes de acompanhar a evolução dos mercados financeiros mediante o estabelecimento de regulação que traga os maiores benefícios e os menores custos possíveis a todos os participantes do mercado e à sociedade como um todo. Esse é um ideal a ser seguido.

As perspectivas e propostas de mudanças regulatórias sempre carregam em si ou seguem as melhores intenções. Mas aprender com a experiência histórica é lição essencial, razão pela qual se mostra importante analisar os fatores de geração da última crise mundial, cujas nuances são muito ricas ao debate sobre estratégias regulatórias.

1.4 Estudo de caso: a crise no mercado imobiliário norte-americano *subprime*

¹³⁵ Para uma visão geral e críticas às reformas regulatórias pretendidas pelo *Dodd-Frank Act*, v. CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. *A reforma do sistema financeiro norte-americano*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 14, v. 54, 2011, p. 79-92.

¹³⁶ É comum ler na mídia internacional especializada, a exemplo da *The Economist*, referências ao tamanho de páginas do *Dodd-Frank Act* ou ao número excessivo de regras nele contido, bem como críticas à burocratização excessiva e à denominada *Volcker rule*, cujo “apelido” da regra é representativo do apoio público de Paul Volcker ao retorno da diretriz regulatória básica consistente na segregação das atividades de banco de investimento – estruturas financeiras de private equity e hedge funds, por exemplo - das atividades comerciais de conglomerados financeiros. A propósito, v. “The Dodd-Frank act: Too big not to fail”, publicado na *The Economist*. Disponível em: <http://www.economist.com/node/21547784>. Acesso em 11.12.12; e “*Deconstructing Dodd-Frank*”, publicado no *The New York Times*. Disponível em: <http://dealbook.nytimes.com/2012/12/11/deconstructing-dodd-frank/>. Acesso em 11.12.12.

Estudar a crise no mercado imobiliário norte-americano *subprime* em 2007 é, em essência, tarefa que demanda uma análise de correlação entre a conjuntura macroeconômica e microeconômica norte-americana nas últimas décadas e as mudanças regulatórias efetuadas em prol da liberalização dos mercados financeiros.

Não há nada de equivocado, frise-se, em liberalizar mercados, desde que o processo seja corretamente desenhado e sua evolução acompanhada pelos legisladores e reguladores em termos sistêmicos, para fins de correção ou adaptação, se for o caso.

O que se mostra constrangedor é a verificação de que os grandes impulsos de regulação estatal só ocorrem após a instalação concreta de crises financeiras, quando o objetivo deveria ser o de evitá-las ou atenuar os seus efeitos. A obviedade quanto à necessidade constante de acompanhamento regulatório da atuação estrutural e comportamental do sistema financeiro, bem como da criação de inovações financeiras, parece não ser tão trivial assim.

Infelizmente, está correto John Welch ao afirmar, baseado em estudos empíricos, que “uma rápida análise da história da regulação nos Estados Unidos durante os últimos cinquenta anos mostra uma sequência dialética hegeliana de esforços regulatórios sendo sistematicamente destruídos pela crise financeira posterior”.¹³⁷

Será que a experiência, enquanto fonte de conhecimento retrospectivo, não consegue conviver com prognósticos econômicos ou estratégias regulatórias voltadas à gestão de riscos financeiros?

Embora a experiência norte-americana de regulação financeira remonte ao século XIX, a compreensão do caso sob análise pode ser feita a partir dos desdobramentos da Grande Depressão norte-americana, cujo marco histórico é o famoso *crash* da Bolsa de Nova Iorque em 1929.

Em reação à crise acima mencionada, foram editadas normas voltadas à intensificação da regulação bancária, dentre as quais se destacaram as normas integrantes do *Banking Act of 1933*, mais conhecido como *Glass-Steagall Act*, cujo objetivo era, em síntese, o de limitar o uso de alguns instrumentos financeiros, regular a atuação de determinados intermediários financeiros e, principalmente, delimitar uma segregação rígida entre atividades bancárias e atividades de investimento.

¹³⁷ WELCH, John H. *Futurologia financeira global: implicações do pós-crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 43.

Nesse sentido, o *Glass-Steagall Act*¹³⁸ distinguiu duas categorias de bancos: (i) os bancos comerciais, que aceitavam depósitos, e (ii) os bancos de investimento. Enquanto os bancos comerciais estavam sujeitos a restrições regulatórias prudenciais quanto à assunção de riscos financeiros, mas com acesso ao canal de liquidez através de redesconto pelo *FED*, os bancos de investimento sofriam regulação mais branda, sobretudo porque instituições depositárias não estariam, segundo a lógica distintiva, sujeitas a corridas bancárias.¹³⁹

Com o tempo, as restrições regulatórias contidas no *Glass-Steagall Act* foram abrandadas, o que se mostrava relativamente justificável na medida em que o país usufruía de um ambiente de razoável estabilidade financeira e de crescimento econômico, tão somente afetado por crises macroeconômicas externas alheias às suas possibilidades políticas, tal como as crises internacionais do petróleo de 1973 e 1979.

Na década de 1980, assiste-se à intensificação do processo de reformas regulatórias liberais norte-americanas. Em 1980, o *Monetary Control Act* extingue uma das balizas principais do *Glass-Steagall Act*, qual seja, a Regulação Q (*Regulation Q*).

Tal regulação, em especial, permitia ao *FED* fixar as taxas de juros nos depósitos de poupança dos bancos comerciais e das associações de poupança e empréstimo (*Savings and Loans – S&L*), eis que se pretendia, com a Regulação Q, induzir os bancos regionais a emprestar às comunidades locais com propósitos de desenvolvimento econômico local - evitando o depósito dos valores em grandes bancos -, o que, por outro lado, diminuía a competição bancária e elevava o lucro desses segmentos bancários.¹⁴⁰

Com a aludida revogação, a competitividade das associações de poupança e empréstimo foi extremamente afetada em relação aos grandes bancos norte-

¹³⁸ Quanto ao ponto, é pertinente citar Joseph Stiglitz, *in verbis*: “a *Lei Glass-Steagall de 1933* era uma pedra angular do edifício da regulação. Ela separou os bancos comerciais (que emprestam dinheiro) dos bancos de investimento (que organizam a venda de títulos e ações) de modo a evitar os claros conflitos de interesses que surgem quando um mesmo banco emite ações e empresta dinheiro. A lei *Glass-Steagall* tinha ainda um segundo propósito: assegurar que os responsáveis por cuidar do dinheiro alheio nos bancos comerciais não se dedicassem às atividades de risco típicas dos bancos de investimento – que visam primordialmente a maximizar os ganhos das pessoas ricas” (STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 244-245).

¹³⁹ KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 165.

¹⁴⁰ NOBREGA, Mailson. *Origens da Crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 4.

americanos.¹⁴¹ Neste contexto, adveio a grande crise da década: a famosa crise das *S&Ls* (*Savings and Loans*), cujo custo final estimado, entre 1986 e 1995, foi de US\$153 bilhões ou cerca de 3% do PIB norte-americano à época, sendo pagos pelo Tesouro norte-americano o valor de US\$124 bilhões.¹⁴² Segundo Niall Ferguson, “para os contribuintes americanos, o desastre das associações *Savings and Loans* foi uma lição imensamente cara sobre os perigos da desregulamentação mal formulada”.¹⁴³

Na mesma década, os primeiros impulsos no sentido da utilização de mecanismos de securitização de obrigações derivadas de contratos imobiliários garantidos por hipotecas já eram percebidos, mas encontravam travas regulatórias significativas.¹⁴⁴

Na década de 1990, uma ampla reforma financeira foi feita nos Estados Unidos da América, estimulando-se a formação de bancos nacionais¹⁴⁵ e conglomerados bancários, acompanhada por um processo intenso de fusões e aquisições bancárias.¹⁴⁶

Adicionalmente, pressões políticas relacionadas à perda de participação de mercado dos bancos comerciais para os bancos de investimento e bancos estrangeiros não sujeitos ao *Glass-Steagall Act* levaram à revogação do *Glass-Steagall Act* pelo *Gramm-Leach-Bliley Act* ou *Financial Services Modernization Act*, ocorrida em 1999, especificamente no que diz respeito à previsão de segregação rígida entre atividades bancárias e atividades de investimento.

¹⁴¹ É importante frisar que “até o final da década de 1960, a estrutura de financiamento imobiliário nos EUA era constituída, essencialmente, pelos bancos de poupança e empréstimo (*Savings and Loans - S&L*). A atividade dessas instituições financeiras, que operavam com elevado grau de descasamento de liquidez de prazos dos ativos, foi fortemente atingida pela mudança no cenário macroeconômico mundial na década de 1970, que trouxe à tona problemas associados a fatores como inflação, elevação da taxa de juros e desregulamentação. Nesse novo contexto, houve o esgotamento do modelo de financiamento imobiliário americano baseado em bancos de poupança, o que levou a uma crise nesse segmento no final dos anos 1980” (LEITE, Karla Vanessa; FILHO, Paulo Fernando. *Crise do Euro: origem, desdobramentos e a nova ordem financeira global*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 81).

¹⁴² Cf. FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 242.

¹⁴³ FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 242.

¹⁴⁴ Cf. FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 243.

¹⁴⁵ Em 1994, houve a revogação do *McFadden Act* (1927) pelo *Riegal-Neil Act*, através do qual foram atenuadas diversas restrições geográficas, no âmbito dos Estados federados, à atuação operacional dos bancos nacionais norte-americanos.

¹⁴⁶ Cf. WELCH, John H. *Futurologia financeira global: implicações do pós-crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 44.

Esse é quadro regulatório norte-americano no final da década de 1990, notadamente caracterizado por uma estrutura regulatória mais liberal e pela ascensão significativa do sistema bancário paralelo ou *shadow banking system*,¹⁴⁷ haja vista o fim da segregação acima mencionada.¹⁴⁸

Nada disso era considerado um problema, pois se acreditava na capacidade de autorregulação dos mercados e na diminuição dos riscos sistêmicos em razão do domínio aparente da arte de calcular riscos econômicos através de modelos econométricos de mensuração de risco.

A despeito de crises episódicas, os formuladores de políticas públicas nos Estados Unidos da América, detentores da maior economia mundial e da moeda internacional mais forte e universalmente aceita, sentiam-se confortáveis com o grande período de estabilidade financeira e crescimento econômico ao longo das últimas décadas, sobretudo a partir da década de 1980, no qual a presidência do *Federal Reserve Board* ficou sob a responsabilidade de Alan Greenspan.¹⁴⁹

Tamanha era a força da confiança nos mercados que o período foi taxado de Era da “Grande Moderação”¹⁵⁰ por seu sucessor, Ben Bernanke, atual presidente do FED,

¹⁴⁷ O *shadow banking system*, que contém instituições e estruturas financeiras não bancárias de intermediação de recursos financeiros similares aos bancos, é expressivo desde meados da década de 1960 nos Estados Unidos da América. Por sua vez, segundo definição institucional do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB), *shadow banking system* pode ser definido como o conjunto de entidades e atividades que envolvem intermediação de recursos financeira fora do sistema bancário tradicional. Disponível em: http://www.financialstabilityboard.org/publications/c_130129y.pdf. Acesso em 01.08.2013. No entanto, de componente acessório do sistema financeiro, tornou-se, em 2007, maior do que o sistema bancário tradicional. Conforme será ressaltado a seguir, “o que ficou claro em 2008 – e que deveria ter sido percebido muito antes – foi que os bancos paralelos impõem os mesmos riscos dos bancos convencionais. Como instituições depositárias, eles são altamente alavancados; como os bancos convencionais, eles podem ser derrubados por pânico autorrealizáveis. Portanto, à medida que se tornava importante, a atividade bancária paralela deveria ter sido submetida a uma regulação semelhante à que se aplica à atividade bancária convencional” (KRUGMAN, Paul. *Um basta à depressão econômica!*: propostas para uma recuperação plena e real da economia mundial. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 57).

¹⁴⁸ Os motivos do crescimento significativo do *shadow banking system* serão detalhados a seguir.

¹⁴⁹ A gestão de Alan Greenspan durou mais de dezoito anos, correspondendo ao período de maio de 1987 a janeiro de 2006. Segundo Paul Krugman, o mandato de Alan Greenspan coincidiu com um período de boa conjuntura econômica norte-americana. O autor atribuiu a Paul Volcker, antecessor de Alan Greenspan, o grande mérito de restaurar o “controle sobre a inflação, alcançando esse resultado por meio de políticas monetárias restritivas, que acarretaram forte desaceleração econômica, mas que acabaram quebrando a espinha dorsal da psicologia inflacionária” (KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 146).

¹⁵⁰ Segundo Paul Krugman, um renomado economista chamado Robert Lucas, em 2003, já havia dito que a força dos ciclos econômicos estava, claramente, enfraquecida. Ben Bernanke, no mesmo sentido, argumentava que “a política macroeconômica moderna havia resolvido o problema dos ciclos

em famoso discurso proferido em 20 de fevereiro de 2004.¹⁵¹ Estavam os norte-americanos certos em pensar assim?

Em verdade, pode-se dizer que o período reputado moderado é um momento de intensa complacência norte-americana¹⁵² com distorções e assimetrias financeiras percebidas na economia do país.

A despeito do desfrute conjuntural de um ambiente de baixa inflação, taxas de juros relativamente baixas nos principais países mundiais e alta liquidez internacional durante a primeira década do século XXI, os Estados Unidos da América definiram uma política financeira que se mostraria claramente insustentável ao longo do tempo.

Em linhas gerais, o plano político de atuação financeira norte-americana alicerçou as bases do crescimento econômico em estratégias simultâneas de redução de tributos e incentivos ao consumo das famílias, de um lado, e aumento de despesas públicas, haja vista o financiamento extremamente custoso de guerras externas.

Com isso, assumiu o Tesouro norte-americano o ônus de suportar sucessivos déficits fiscais, às custas do poder de emissão de dívida pública em dólares norte-americanos, com fortes impactos orçamentários, dentro de um contexto de baixa inflação mundial, sendo isso possível porque havia um movimento forte de deslocamento da poupança mundial a ativos norte-americanos, sobretudo títulos do Tesouro norte-americano.

Portanto, a questão que resulta disso é se essa estratégia política de tornar-se o grande tomador e o principal gastador de última instância era sustentável ao Estados Unidos da América.¹⁵³

econômicos – ou, mais exatamente, reduzido a magnitude da questão, que agora não seria mais que mero contratempo, em vez de alta prioridade” (KRUGMAN, Paul. Op. Cit, p. 10).

¹⁵¹ A íntegra do discurso se encontra disponível no seguinte endereço eletrônico: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>. Acesso em 01.11.2012.

¹⁵² Cf. MALAN, Pedro Sampaio. *Uma visão abrangente sobre a crise e o processo de sua superação*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 50.

¹⁵³ Dessa forma, tem-se presente que “*a conclusão é que os Estados Unidos acomodam e compensam ou absorvem qualquer coisa que o mundo lhe atire, pois, como emissor da principal moeda do planeta, não está sujeito a restrições externas: os Estados Unidos têm sido capaz, pelo menos até agora, de tomar emprestado tanto quanto quiser, em sua própria moeda, a taxas de juros baixas (nominais e reais). O mercado parece não recear o colapso inflacionário do dólar – ou, mais exatamente, age como se acreditasse (provavelmente, à luz da experiência) que os governos externos entrarão em cena para amparar o dólar sempre que os financiamentos privados se mostrarem inadequados*” (WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 101).

Paralelamente, foram assumidos déficits em conta corrente no balanço de pagamentos,^{154 155} já que o consumo não estava relacionado à produção nacional, mas, em grande parte, a produtos importados, principalmente da China.¹⁵⁶

Ainda que houvesse uma intensa demanda externa por ativos financeiros negociados no país e títulos do Tesouro norte-americano,^{157 158} mesmo com a conversão da poupança mundial em ativos lastreados em dólares norte-americanos, mostrou-se, com o tempo, a dificuldade em cobrir os déficits constantes no balanço de pagamentos.

Ademais, a Era da “Grande Moderação” negligenciou questões importantes: (i) o excessivo endividamento das famílias e a correspondente redução da poupança interna, com base na crença da valorização permanente dos ativos norte-americanos e manutenção da inflação em baixos patamares; (ii) a possibilidade de enfraquecimento do crescimento econômico e do declínio do nível de emprego; (iii) a leniência estatal na adoção de estratégias sistêmicas de regulação prudencial, inclusive para o *shadow banking system*; e (iv) as limitações de eficácia da política monetária do FED.

Em relação a tais questões, pode-se dizer que um grande aprendizado decorrente dessa crise é que, atualmente, em razão da ampla globalização do sistema financeiro, não faz mais sentido, para fins de desenho da regulação prudencial, separar aspectos

¹⁵⁴ Em síntese, o balanço de pagamentos é um instituto que descreve a circulação econômica de relações de um país com o resto do mundo, contabilizando tudo que ingressa e é remetido para o exterior, o que inclui, principalmente, o comércio exterior de produtos e serviços, assim como transferências de capital.

¹⁵⁵ A título ilustrativo, Ben Bernanke justificava ser possível manter sucessivos déficits de contas correntes no balanço de pagamentos norte-americanos devido a uma “*superabundância de poupança global*” que migrava para os Estados Unidos da América, cf. WOLF, Martin. *Op. Cit.*, p. 60.

¹⁵⁶ Conforme Martin Wolf, “*a China, hoje, desempenha, em condições singulares, duplo papel na economia mundial: é, ao mesmo tempo, a maior exportadora de capital (como o Reino Unido, em fins do século XIX) e o gigante emergente em mais rápido crescimento (como os Estados Unidos, naquela época)*” (WOLF, Martin. *Op. Cit.*, p. 82).

¹⁵⁷ O período em questão assistiu à consumação de estratégias estatais de vários países no sentido de adquirir ativos financeiros norte-americanos, especialmente títulos do Tesouro norte-americano, seja para dar destino aos recursos decorrentes dos superávits em conta corrente – tal como a China - ou como estratégia de gestão de incremento de reservas internacionais, com vistas a criar um colchão de liquidez cambial para proteção contra choques externos. Não se pode deixar mencionar, ademais, a atuação dos fundos soberanos, instituídos por diversos países, na aquisição intensa de ativos financeiros negociados no sistema financeiro norte-americano.

¹⁵⁸ A demanda por títulos de longo prazo do Tesouro norte-americano era tão elevada a ponto de o mercado aceitar taxas de retorno menores para títulos de maior prazo relativamente aos títulos de menor prazo, o que evidencia uma assimetria gritante se considerado que maiores prazos envolvem maiores riscos e, portanto, a taxa de retorno tende a ser maior. Ademais, não faz sentido, sob a ótica econômica, haver taxas de juros relativamente baixas em cenários de expansão econômica, o que ocorria à época. Essa insensibilidade do mercado à política monetária do FED na metade da década passada foi apeladada de “charada” ou “*conundrum*” por Alan Greenspan. V. FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 113-114.

macroeconômicos e microeconômicos da análise de eficiência das estratégias regulatórias financeiras sistêmicas.

Nesse sentido, os diversos fatores macroeconômicos e microeconômicos conjunturais de expansão econômica acima narrados interagiram e deveriam ter sido considerados pelos formuladores de política pública norte-americanos, quais sejam: (i) a ocorrência conjunta da alta liquidez internacional e da elevada demanda externa por ativos financeiros norte-americanos, sem que houvesse repercussão significativa na inflação de preços em geral e desinflante o preço dos imóveis,¹⁵⁹ eis que o núcleo de inflação (*PCE core*) medido pelo FED expurgava os preços de alimentação, energia e casa própria;¹⁶⁰ (ii) o nível de taxas de juros relativamente baixos para títulos do Tesouro norte-americano, o que incentiva o consumo excessivo e a assunção de maiores riscos; (iii) o elevado endividamento das famílias norte-americanas, acompanhado por redução no nível de poupança interna e quedas graduais do nível de emprego ao longo dos anos; e (iv) a arbitragem regulatória gerada pela revogação do *Glass-Steagall Act* no âmbito do sistema financeiro norte-americano, o que deu ensejo ao crescimento expressivo do *shadow banking system*, que não foi acompanhado de restrições regulatórias prudenciais e de estudos de impacto regulatório idôneos que pudessem apontar potencialidades de riscos sistêmicos.

Segundo já ressaltado, estratégias de desregulação podem trazer resultados satisfatoriamente eficientes. O que não se pode aceitar são estratégias de desregulação deacompanhadas de esforços regulatórios de monitoramento quanto a resultados.

A migração dos riscos financeiros aos mercados financeiros menos regulados, enquanto atitude de arbitragem regulatória, é consequência comportamental natural que foi ignorada pelas autoridades regulatórias norte-americanas.

No mais, assumir riscos relativamente maiores significa, para o sistema financeiro, interagir com setores econômicos marginais, onde a qualidade do devedor e do crédito em si são inferiores aos riscos normais de crédito e de mercado. Além disso,

¹⁵⁹ O relaxamento da política monetária pelo FED se mostrou viável em razão da destinação da poupança mundial aos Estados Unidos da América, em um cenário baixa de juros no mundo inteiro, o que incentivou o mercado imobiliário, conforme será visto a seguir. V. TAYLOR, John. *Risco sistêmico e papel do governo*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 21.

¹⁶⁰ Cf. CASTRO, Marcelo. *O que aprendemos com a crise?* In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 85. A explicação para a incidência do expurgo, segundo Marcelo Castro, era a sazonalidade dos preços nesses segmentos econômicos, o que tenderia a distorcer a medição do índice.

permitir a alavancagem financeira baseada nesses setores é o ingrediente explosivo de uma crise financeira de grande escala,¹⁶¹ tal como ocorreu no caso sob análise.

Por fim, é mais provável que escolhas de mercado que envolvem riscos financeiros maiores tendem a ser direcionadas a setores econômicos com maiores garantias estatais implícitas e/ou forte apelo político.

Nesse sentido, como a promessa política de casa própria a todos os norte-americanos faz parte do discurso e da plataforma de governo tanto dos democratas quanto dos republicanos, não haveria melhor escolha: entra em cena o mercado imobiliário do segmento *subprime*.

A propósito, se há algum setor que serve como exemplo recorrente no sentido de ser gerador de “bolhas de preços” e fonte de instabilidade financeira, esse é o setor imobiliário habitacional. Sem por um lado, “encorajar a compra da casa própria vale a pena e é um objetivo nacional admirável”,¹⁶² não podem ignorados os riscos de pagamento, sobretudo em mercados marginais de crédito.

Nos Estados Unidos da América, em termos institucionais, o suporte financeiro no mercado habitacional é dado por entidades integrantes das denominadas *Government-Sponsored Enterprises (GSEs)*, instituídas pelo Congresso norte-americano e constituídas com objetivos de fomento aos financiamentos habitacionais de longo prazo, com destaque para a *Federal National Mortgage Association (FNMA) - Fannie Mae* e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC) – Freddie Mac*.

A despeito de não ser a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* entidades estritamente públicas,¹⁶³ assemelhando-se a agências de fomento com capital misto (público e privado), os suportes financeiros de origem pública às suas atividades fins sempre foi marca institucional.

¹⁶¹ Conforme John Welch, “A alavancagem excessiva é o denominador comum de todas as crises financeiras conhecidas. O desenvolvimento progressivo da complexidade foi fomentado pelas sucessivas reformas regulatórias que foram, na sua natureza, retrospectivas, isto é, combatiam sempre ‘a última guerra’, e não a seguinte. A alavancagem, se não foi o causa, foi, com certeza, o explosivo usado em cada uma dessas crises financeiras” (WELCH, John H. *Futurologia financeira global: implicações do pós-crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 42).

¹⁶² SHILLER, Robert J. *A solução para o subprime: saiba o que gerou a atual crise financeira e o que fazer a respeito*. Trad. Eliana Bussinger. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 5.

¹⁶³ A natureza e a composição do capital das *GSEs* foram modificadas ao longo do tempo, embora inicialmente tivessem sido constituídas à semelhança do formato societário das empresas públicas brasileiras.

Sem embargo, o mercado imobiliário norte-americano é constituído por segmentos específicos, delimitados os graus respectivos de risco de crédito. Em todos eles, a avaliação racional dos riscos de crédito deve seguir a lógica dos “cinco Cs”, a saber: (i) o carácter, (ii) as condições, (iii) a capacidade, (iv) o capital e (v) o colateral.¹⁶⁴

Desse modo, o sistema financeiro, ao conceder crédito, deve avaliar a reputação subjetiva do tomador no mercado (carácter), as tendências de conjuntura econômica (condições), a capacidade econômica de pagamento do tomador (capacidade), a situação econômico-patrimonial do tomador (capital) e a garantia contratual atrelada ao crédito, que geralmente envolve a constituição de hipoteca sobre o imóvel objeto de financiamento habitacional (colateral).

De todos os segmentos, o mercado imobiliário *subprime* é o segmento habitacional que envolve maior risco de pagamento, eis que direcionado a pessoas com pouco patrimônio, menores níveis de renda ou histórico problemático de crédito, o que envolve, em contrapartida, taxas de retorno maiores.

Notadamente, o sistema bancário tradicional, sujeito à restrições regulatórias prudenciais, não teria muitos incentivos econômicos à concessão de financiamento habitacional ao segmento *subprime*, devido aos altos riscos de crédito.

Assim, a solução financeira encontrada foi utilizar uma estrutura financeira paralela ao sistema bancário tradicional para financiamentos imobiliários nesse segmento e fosse atrativa, por outro lado, aos financiadores. Surge daí o mecanismo de securitização de recebíveis imobiliários, atrelado a derivativos.¹⁶⁵

Segundo Niall Ferguson, desde a década de 1980, o sistema financeiro norte-americano já usava processos de securitização de obrigações derivadas de contratos imobiliários garantidos por hipotecas.¹⁶⁶ A título ilustrativo, o volume de títulos garantidos por hipotecas imobiliárias geridas no âmbito das *GSEs* cresceu de US\$200 milhões para US\$4 trilhões entre 1980 e 2007.¹⁶⁷

¹⁶⁴ Cf. GUIMARÃES, André Luiz de Souza; LIMA, Jorge Cláudio Calvalcante de Oliveira. *Avaliação do risco de crédito no Brasil*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 209.

¹⁶⁵ Em sua formulação conceitual básica, derivativos são ativos cujo lastro financeiro é oriundo de outro ativo preexistente.

¹⁶⁶ FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 243.

¹⁶⁷ *Ibid.*, p. 243.

Tratava-se, portanto, de um mercado atrativo e em intensa expansão, sobretudo porque o mercado imobiliário crescia exponencialmente conjuntamente à progressiva valorização dos imóveis nos Estados Unidos da América. Se a securitização imobiliária funcionava bem para bons credores, por que não estendê-la ao segmento *subprime* em troca de maiores retornos financeiros, já que os valores dos imóveis norte-americanos encontravam-se em tendência de alta por décadas e as taxas de juros relativamente baixas nos últimos anos?

A lógica financeira básica de um processo de securitização é simples. Inicialmente, o agente financeiro efetua a reunião ou agrupamento de diversas obrigações imobiliárias garantidas por hipotecas e as consolida em um único agregado patrimonial-financeiro representativo da totalidade dos créditos exigíveis. Em seguida, o processo de securitização permite o fracionamento dos direitos de crédito, transformando-os em títulos de investimento para distribuição no sistema financeiro a potenciais adquirentes. Tais produtos financeiros ficaram mais conhecidos sob o rótulo de *Asset-Backed Securities* (ABS).¹⁶⁸

O título de investimento gerado pelo processo de securitização pode ser uma alternativa financeira interessante. Além da reunião de diversos créditos securitizados consistir em elemento de diversificação de riscos isolados de inadimplência de crédito, o adquirente recebe remunerações correspondentes aos pagamentos das obrigações imobiliárias, além da valorização do título na medida em que os imóveis securitizados aumentam seu preço de mercado e, em último caso, os créditos securitizados estão garantidos por hipotecas.

No entanto, o processo de securitização não era tão simples assim. Através de inovações financeiras, criou-se a possibilidade de divisão dos ABS em faixas (ou *tranches*) ordenadas segundo a prioridade para o recebimento das taxas de retorno do investimento, sobretudo juros.

Assim, o adquirente de *tranches* superiores, de menores riscos, tinha maior garantia de recebimento dos juros, embora os juros fossem menores em relação às *tranches* inferiores. A tais *tranches* superiores, representativos de novos títulos de investimento, era comum que as grandes agências de *rating* atribuíssem grau máximo de investimento: o famoso “AAA”. Mas as inovações financeiras não paravam por aí.

¹⁶⁸ Uma denominação alternativa é *Mortgage Backed Securities* (MBS).

Posteriormente, todas as *tranches*, inclusive as medianas e menores, decorrentes do processo de securitização inicial, passavam por novo processo financeiro, dando origem a novos ABSs reestruturados e divididos em *tranches*, gerando derivativos de crédito em relação ao ABS original, conhecidos como *Collateralized Debt Obligations* – CDOs,¹⁶⁹ os quais, muitas vezes, também recebiam das agências de *rating*, com o passar do tempo, grau máximo de investimento.

Como fator adicional, foram criados derivativos de seguros de crédito – ou *Credit Default Swaps* (CDSs) -, oferecidos, sobretudo, pela *American International Group* (AIG), caso o adquirente de CDOs quisesse se proteger dos riscos de *default* de crédito relativos a esses títulos de investimento.

Ademais, a estrutura patrimonial-financeira interna dos ABSs não era padronizada, eis que sua composição continha empréstimos imobiliários diferentes uns dos outros. Conforme observado por Mailson da Nóbrega, havia “ofertas de empréstimos exóticos, com baixa exigência de documentação, amortizações negativas nos primeiros anos e outras opções de pagamento que disfarçavam seus riscos”.¹⁷⁰

Logo, os processos de securitização tornavam-se cada vez mais complexos e arriscados. Além disso, diversas distorções eram geradas pela atuação dos intermediários financeiros e tomadores dos empréstimos, a saber: (i) os contratos imobiliários hipotecários eram firmados com base em valores superestimados de mercado dos imóveis financiados e (ii) havia cláusulas de pagamento de principal e juros em diversos formatos, inclusive com a permissão para o pagamento de parcelas do financiamento a título somente de juros, sem amortização do principal, ou o pagamento de valores relativamente baixos nas parcelas iniciais.¹⁷¹ Definitivamente, “não são as velhas hipotecas de trinta anos com juros fixos inventadas no *New Deal*”.¹⁷²

Toda essa engenharia financeira era alimentada pelos diversos fatores econômicos já mencionados. A Era da “Grande Moderação”, de fato, foi um período histórico duradouro de inflação mundial relativamente baixa e taxas de juros dos títulos

¹⁶⁹ Havia títulos com as mesmas características, mas nomes diferentes: os *Collateralized Mortgage Obligations* (CMOs) e os *Collateralized Loan Obligations* (CLOs).

¹⁷⁰ NOBREGA, Mailson. *Origens da Crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 13.

¹⁷¹ FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 248.

¹⁷² *Ibid.*, p. 248.

do Tesouro norte-americano igualmente baixas, em um contexto de alta liquidez internacional, grande demanda por ativos financeiros norte-americanos e crença no enfraquecimento da força dos ciclos econômicos pela capacidade de autorregulação dos mercados, com incentivos intensos à busca de investimentos de maiores retornos.

No âmbito doméstico norte-americano, o consumo e o endividamento excessivo das famílias norte-americanas não era visto como problema.¹⁷³ Ao contrário, os incentivos ao consumo e ao endividamento eram grandes, devido ao já mencionado baixo nível das taxas de juros norte-americanas e ao aparente crescimento da capacidade econômica de pagamento dos norte-americanos em razão da valorização dos seus ativos financeiros, especialmente imóveis.

Por exemplo, se o valor de mercado de um imóvel aumentava, ainda que sem quitação integral, o titular do financiamento imobiliário aumentava sua capacidade financeira para aquisição de quaisquer financiamentos, inclusive para outros financiamentos imobiliários.

Em suma, “o aumento da demanda por imóveis formou uma bolha, enquanto as taxas de juros baixas estimulavam a realização de mais de uma hipoteca sobre o mesmo imóvel”¹⁷⁴ ou a valorização do imóvel servia como garantia para novos empréstimos, o que alimentava a bolha.¹⁷⁵

Nesse estado de coisas, contava-se com a manutenção do nível de emprego dos norte-americanos e a continuidade da tendência de alta dos valores dos ativos financeiros norte-americanos para a progressão da política econômica de incentivo ao consumo adotada nos Estados Unidos da América.¹⁷⁶

Aliado a tudo isso, o sistema financeiro norte-americano passava por mudanças estruturais significativas. Com a revogação *Glass-Steagall Act* e a extinção da segregação financeira das atividades bancárias e de investimento, assistiu-se ao crescimento avassalador do *shadow banking system*, que não estava sujeito à regulação

¹⁷³ Segundo levantamento feito em 2007, 40% dos americanos titulares de cartão de crédito não pagavam integralmente a fatura do seu principal cartão de crédito, cf. FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 17.

¹⁷⁴ NOBREGA, Mailson. *Origens da Crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 13.

¹⁷⁵ NOBREGA, Mailson. *Op. Cit.*, p. 13.

¹⁷⁶ Conforme Niall Ferguson, “os empréstimos subprime funcionaram lindamente enquanto as taxas de juros ficaram baixas, enquanto as pessoas mantiveram seus empregos e enquanto os preços dos imóveis continuaram a subir” (*Ibid.*, p. 251).

financeira prudencial típica dos bancos tradicionais e, por isso, não estava limitado a níveis prudenciais de alavancagem ou sujeito a exigências regulatórias mais criteriosas sobre riscos de créditos.

Assim, os bancos de investimento - *Bear Sterns, Merrill Lynch, Lehmann Brothers, Morgan Stanley e Goldman Sachs* eram os principais¹⁷⁷ - passaram a assumir participação relevante de mercado, bem como fundos de investimentos ou de *private equity, hedge funds*, seguradoras, fundos de pensão, veículos especiais de investimentos (*SIVs*), veículos de propósito específico (*SPVs*), bancos regionais especializados em crédito hipotecário, *GSEs* e outros tipos de instituições financeiras não-bancárias no sistema financeiro norte-americano, sem que houvesse o desenho de uma estratégia regulatória capaz de lidar com a arbitragem gerada, eis que o *shadow banking system* não contava com a mesma intensidade regulatória imposta ao sistema bancário tradicional.¹⁷⁸

Os incentivos apontavam em uma única direção: distribuir, através de processos de securitização e de mercados de derivativos, de forma alavancada, os riscos financeiros do sistema, sobretudo riscos do segmento imobiliário *subprime*, ao *shadow banking system*, sob a confiança de que modelos econométricos de riscos seriam capazes de permitir uma gestão adequada dos riscos financeiros. E assim foi feito.¹⁷⁹

O mecanismo de transferência de riscos financeiros seguia a lógica da emissão-distribuição. O sistema bancário tradicional, sujeito a restrições regulatórias prudenciais, efetuava os empréstimos imobiliários e repassava os respectivos riscos de crédito ao *shadow banking system*, via processo de securitização, sem comprometimento

¹⁷⁷ No começo de 2007, os balanços patrimoniais dos cinco grandes bancos de investimentos norte-americanos totalizavam US\$4 trilhões, enquanto os ativos totais dos cinco principais conglomerados bancários nos Estados Unidos da América, na mesma época, totalizavam US\$6 trilhões e os ativos totais do sistema bancário US\$10 trilhões. Portanto, a importância dos bancos de investimento no sistema financeiro norte-americano era imensa. V. KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 169.

¹⁷⁸ V. FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães. *O shadow banking system no "pós-crise"*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para as economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 93.

¹⁷⁹ Em suma, são esses os principais fundamentos para a constituição da bolha imobiliária norte-americana. Além da ênfase do *FED* em medir a inflação (*PCE core*) com a exclusão dos preços de alimentação, energia e casa própria, conforme já ressaltado, o desenho regulatório financeiro norte-americano permitiu, através da securitização das dívidas imobiliárias, a transferência dos riscos a instituições não-bancárias demasiadamente alavancadas e com baixa carga regulatória. V. CASTRO, Marcelo. *O que aprendemos com a crise?* In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 85-86.

financeiro-patrimonial contábil (*off-balance sheet*), o que lhes permitia multiplicar suas operações sob um mesmo nível de capital regulatório exigível.¹⁸⁰

Simultaneamente, o sistema bancário tradicional concedia liquidez financeira ao *shadow banking system* para a aquisição dos próprios créditos securitizados (ABSs) ou CDOs, já que as instituições financeiras não-bancárias podiam se alavancar, as quais ainda contavam com a proteção sistêmica através de CDSs.

Dessa forma, os bancos tradicionais estavam, essencialmente, financiando as posições alavancadas do *shadow banking system* através de mecanismos financeiros que não comprometiam seus balanços patrimoniais-financeiros (*off-balance sheet*).¹⁸¹ Ou seja, conforme John Welch, “os bancos de investimento e as divisões do mercado de capitais dos bancos múltiplos foram os geradores das estruturas financeiras que pouparam capital dos balanços dos bancos”.¹⁸²

Por sua vez, a regulação do sistema financeiro norte-americano mostrava-se insensível aos riscos, pois acreditava-se na autorregulação financeira dos mercados e na suposta confiança em métodos técnicos de avaliação de risco financeiro existentes, notadamente riscos de crédito e de mercado, que seguiam informações lastreadas em

¹⁸⁰ A lógica da emissão-distribuição é assim descrita por Maryse Farhi e Daniela Magalhães Prates, *in verbis*: “No início do século XXI, esse modelo, denominado ‘originar a distribuir’ (títulos lastreados nos créditos concedidos), e, com isso, a natureza da atividade bancária, sofreu uma mudança quantitativa e qualitativa em função do acirramento do processo de arbitragem regulatória num ambiente de taxas de juros historicamente baixas e afrouxamento dos controles sobre as instituições e mercados financeiros. Essa mudança ocorreu quando os bancos comerciais (ou universais com carteira comercial) desenvolveram e passaram a negociar, em grandes volumes, nos opacos e desregulamentados mercados de balcão, duas inovações financeiras – os ‘produtos estruturados’ e os derivativos de crédito. Estas inovações financeiras possibilitaram aos bancos expandir fortemente a retirada dos riscos de crédito de seus balanços com o objetivo de alavancar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos Acordos de Basileia” (FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães. *Op. Cit.*, p. 91-92).

¹⁸¹ Operações “*off-balance sheet*” podem ser descritas da seguinte forma, *in verbis*: “A designação ‘fora do balanço’ refere-se, genericamente, a dois tipos de situações: por um lado, a entidades detidas a menos de 100% por uma empresa-mãe, da qual, no entanto, se autonomizam legalmente (*off-balance-sheet entities*) e de que os veículos de investimento estruturado (SIV – Structured Investment Vehicles) constituem exemplo de maior relevo; por outro lado, a operações como a prestação de garantias, a intermediação na realização de negócios, a prestação de serviços diversificados baseados em comissões ou a titularização de créditos, que apenas envolvem responsabilidade contingentes (*off-balance-sheet activities*). As entidades ‘fora do balanço’ visam, em geral, auxiliar o financiamento de novos empreendimentos: estas empresas são utilizadas para acolherem o risco do novo empreendimento que para as mesmas é transferido pela empresa-mãe, escusando esta de sujeitar os seus accionistas a esforços financeiros suplementares ou de sobrecarregar as suas responsabilidades” (FERREIRA, António Pedro A. *O Governo das Sociedades e a Supervisão Bancária – Interações e Complementaridades*. Lisboa: Quid Juris, 2009, p. 126).

¹⁸² WELCH, John H. *Futurologia financeira global: implicações do pós-crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 45.

notas dadas por agências de *rating* à qualidade dos ativos financeiros integrantes das carteiras das instituições financeiras.

Aparentemente, tudo corria bem enquanto o crescimento econômico norte-americano seguia sua tendência de alta de modo acelerado, devidamente acompanhado pela valorização dos preços dos imóveis e alto nível de emprego nos Estados Unidos da América. Confiava-se no fato de que não havia uma queda generalizada nos preços dos imóveis nos Estados Unidos da América desde a Depressão pós-crise de 1929.¹⁸³

Entretanto, com a desaceleração da economia norte-americana e o aumento do desemprego, os sinais de crise financeira já eram evidenciados. O valor de mercado dos imóveis passou à tendência de queda acentuada, o que comprometia a capacidade econômica dos tomadores, já excessivamente deteriorada, bem como as possibilidades de expansão do mercado imobiliário se mostravam limitadas.

Além disso, verificou-se um aumento significativo no inadimplemento dos pagamentos relativos aos financiamentos imobiliários, o que era agravado pelo alto nível de endividamento dos norte-americanos, especialmente no segmento *subprime*. Os norte-americanos mais pobres estavam muito endividados.¹⁸⁴

Os sinais mais intensos de crise financeira foram percebidos no final de 2007,¹⁸⁵ quando grandes prejuízos financeiros relacionados ao mercado imobiliário *subprime* foram tornados públicos. Nesse ano já era perceptível focos de problemas de liquidez nos mercados interbancários, com claros sinais de estresse e aversão ao risco. Em 15 de setembro de 2008, o banco de investimento *Lehmann Brothers*, ao ser informado de que não receberia qualquer ajuda financeira do Tesouro norte-americano para reverter sua situação de insolvência, declara falência.

Tal fato constitui a maior falência na história norte-americana e o marco da última grande crise financeira mundial, cujos efeitos são sentidos até hoje. Não obstante o quadro de insolvência evidenciado da situação do *Lehmann Brothers*, tal fato dá ensejo, rapidamente, a um intenso abalo de confiança dos agentes financeiros uns em

¹⁸³ Cf. NOBREGA, Mailson. *Origens da Crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 14.

¹⁸⁴ Cf. STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 36.

¹⁸⁵ Em março de 2007, Ben Bernanke afirmou que “o impacto dos problemas do mercado *subprime* sobre a economia e os mercados financeiros parece estar sob controle”, cf. STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 59.

relação aos outros, com maior intensidade sobre o sistema bancário paralelo, o qual sofreu uma autêntica “corrida bancária contra não bancos”.¹⁸⁶

O aumento de aversão ao risco de contraparte gera uma grave crise de liquidez no sistema financeiro global, já que os ativos financeiros relativos ao mercado imobiliário norte-americano, notadamente do segmento *subprime*, haviam sido adquiridos e constavam da carteira de ativos de diversas instituições financeiras, mas não se sabia, com clareza, o grau de comprometimento financeiro de cada instituição.

Embora fosse inimaginável para alguns, o risco sistêmico materializou-se, o que provocou a atuação dos Bancos Centrais do mundo, em conjunto com as autoridades de finanças públicas, a fim de atenuar os efeitos concomitantes de crise de insolvência e de liquidez financeira, até porque “a quarta parte das hipotecas dos Estados Unidos havia ido para o exterior”.¹⁸⁷

Quanto aos Estados Unidos da América, a despeito da falência do *Lehmann Brothers*,¹⁸⁸ o FED viabilizou a aquisição da *Merril Lynch* e da *Countrywide Home Loans* pelo *Bank of America*, bem como a do *Bear Sterns* pelo *JP Morgan Chase*, e os dois outros grandes bancos de investimento - *Morgan Stanley* e *Goldman Sachs* – tornaram-se bancos comerciais, sobretudo para acessar os canais de liquidez do FED.¹⁸⁹ Os cinco principais bancos de investimento, simplesmente, não existiam mais.

Os resgates oficiais – ou *bailouts*¹⁹⁰ - foram sucessivos. O Citibank recebeu ajuda financeira, a AIG, devido à sua atuação no mercado de seguros, foi salva da falência através da nacionalização de 80% do seu capital social, eis que não seria capaz

¹⁸⁶ Cf. FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães. *Op. Cit.*, p. 94.

¹⁸⁷ STIGLITZ, Joseph E. *Op. Cit.*, p. 61. O autor arremata a informação com o seguinte comentário, *in verbis*: “De maneira não intencional, isso acabou ajudando os Estados Unidos: se as instituições estrangeiras não houvessem adquirido tantos instrumentos tóxicos e tanta dívida, a situação do país poderia ter sido pior. Mas antes os Estados Unidos haviam exportado sua filosofia desregulatória. Sem isso os estrangeiros talvez não tivessem comprado tantas hipotecas tóxicas” (*Ibid.*, p. 61).

¹⁸⁸ Outra grande falência nesse momento foi a da instituição financeira *Washington Mutual*.

¹⁸⁹ Dessa forma, o *Morgan Stanley* e *Goldman Sachs* submeteram-se às restrições regulatórias prudenciais próprias das instituições financeiras tradicionais em troca da ajuda do FED como fornecedor de liquidez, cf. ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. *A economia das crises: Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010, p. 45.

¹⁹⁰ *Bailout* – resgate ou socorro - é um termo específico para qualificar o uso de recursos externos ao sistema financeiro (no caso, recursos públicos) para o salvamento ou saneamento de instituições financeiras fragilizadas. O ônus financeiros dos *bailouts* recaem, portanto, via de regra, sobre os contribuintes. Segundo Robert Shiller, “um *bailout* é um socorro prestado pelo governo ou por outra entidade a uma pessoa irresponsável ou uma entidade que tenha fracassado em seguir regras ou adotar medidas razoáveis de precaução” (SHILLER, Robert J. *Op. Cit.*, p. 75-76).

de honrar todos os CDSs emitidos e isso levaria instituições detentoras desse seguro à falência. As principais GSEs - *Freddie Mac e Fannie Mae* -, diretamente envolvidas no processo de securitização do segmento imobiliário *subprime*, também foram nacionalizadas, sob tutela especial da *Federal Housing Finance Agency* (FHFA).¹⁹¹

No que diz respeito à crise de liquidez, a principal estratégia escolhida pelos Estados Unidos da América foi a de flexibilizar a política monetária,¹⁹² mediante a criação de instrumentos de acesso à liquidez para instituições financeiras, conjuntamente com estímulos protetivos aos mercados interbancários.

Sendo assim, foram implementadas diversas injeções de liquidez no mercado e anunciados, entre 2007 e 2008, dentre os principais atos públicos, o Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Program – TARP*) pelo Tesouro norte-americano, o *Term Auction Facility – TAF*, o *Term Securities Lending Facility – TSLF*, o *Primary Dealer Credit Facility – PDCF* e o *Term Asset Lending Facility – TALF* a cargo do FED¹⁹³, cujos valores envolvidos alcançaram cifras extratrosféricas, assim como programas de estímulos econômicos, tal como o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), em 2009.

Quanto às medidas executadas pelo FED, há de se frisar que alguns desses atos só foram possíveis de forma imediata diante do fato recorrente de que a execução da política monetária não é submetida à dinâmica rígida de controle orçamentário do Congresso norte-americano.¹⁹⁴ Em termos concretos, o FED mais do que dobrou o seu

¹⁹¹ Conforme a informação trazida por Robert Shiller, “o governo americano assumiu, por tempo indeterminado, o controle do *Freddie Mac e Fannie Mae*, que eram instituições privadas, gigantes do setor imobiliário, mas contavam com a garantia implícita do governo. O governo colocou US\$200 bilhões nas duas financiadoras de hipotecas imobiliárias, evitando, assim, que elas se tornassem insolventes. Vários executivos foram demitidos. Os dois bancos tinham carteira ou garantiram quase metade dos empréstimos imobiliários americanos, algo em torno de US\$5 trilhões” (SHILLER, Robert J. *Op. Cit.*, p. 47).

¹⁹² Segundo Paul Krugman, os empréstimos diretos feitos pelas instituições financeiras depositárias junto ao FED aumentaram de quase zero, antes da crise, para mais de US\$400 bilhões. V. KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 182.

¹⁹³ Os atos do FED se voltaram, principalmente, a fornecer operações de redesconto, sobretudo para criar diferentes linhas de empréstimos especiais às instituições financeiras, cf. AKERLOF, George; SHILLER, Robert. *O espírito animal: como a psicologia humana impulsiona a economia e a sua importância para o capitalismo global*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 97-102.

¹⁹⁴ Sob o âmbito democrático, essa prática fragiliza, em algum grau, a sujeição obrigatória dos gastos públicos à aprovação orçamentária prévia do Poder Legislativo, cf. STIGLITZ, Joseph E. *Op. Cit.*, p. 101.

balanço quanto a empréstimos entre setembro a dezembro de 2008, de 942 bilhões de dólares norte-americanos para mais de 2 trilhões de dólares norte-americanos.¹⁹⁵

Em linhas gerais, essa foi a solução particular¹⁹⁶ dada pelas autoridades norte-americanas para a resolução da crise de insolvência e liquidez do sistema financeiro doméstico. A Europa foi atingida com menor intensidade,¹⁹⁷ o que não impediu, por exemplo, a nacionalização do *Northern Rock* pelo Reino Unido após um episódio de corrida bancária.

Em síntese, o que percebe é que a crise mostrou que riscos sistêmicos podem ocorrer e surgir fora do sistema bancário tradicional. O exemplo do salvamento

¹⁹⁵ Cf. STIGLITZ, Joseph E. *Op. Cit.*, p. 211.

¹⁹⁶ Diz-se particular para não dizer, em verdade, confusa. Confira-se a opinião de Joseph Stiglitz, *in verbis*: “Quando a crise eclodiu no final de 2007 e no início de 2008, o governo Bush e o Fed inicialmente foram indo de resgate em resgate, sem orientar-se por um plano ou por princípios discerníveis, o que acrescentou incerteza política à incerteza econômica. Em alguns dos resgates (*Bear Stearns*), os acionistas conseguiram algo e os credores lograram proteção total. Em outros (*Fannie Mae*), os acionistas perderam tudo e os credores receberam proteção total. Em outros mais (*Washington Mutual*), acionistas e credores perderam quase tudo. No caso de *Fannie Mae*, considerações de caráter político (preocupações em não criar problemas com a China, importante detentor de títulos da *Fannie Mae*) aparentemente predominaram. Nunca apareceu uma justificativa razoável” (STIGLITZ, Joseph E. *Op. Cit.*, p. 192). Em seguida, o autor formula críticas a respeito da falta de governança do FED na gestão da crise, *in verbis*: “Uma das razões de o Fed não ter conseguido fazer passar sua maneira de agir provém do fato de não poder ser diretamente controlado ou responsabilizado nem pelo Congresso nem pelo governo. Não precisava da permissão do Congresso para pôr em risco centenas de bilhões de dólares dos contribuintes. Essa foi mesmo uma das razões de ambos os governos terem recorrido ao Fed: tentavam contornar os processos democráticos por saber que muitas das ações propostas tinham pouco apoio público. (...) Todos ressaltam a importância da democracia, mas quando se trata da condução da política macroeconômica e da política monetária, as decisões que afetam mais cabalmente as vidas dos seus povos são considerados importantes demais para ser deixadas ao critério dos processos democráticos normais” (*Ibid.*, p. 219).

¹⁹⁷ No que diz respeito ao Sistema Financeiro da União Européia, foi publicado o “Larosière Report” em 2009, a fim de estabelecer diagnósticos e prognósticos para a regulação financeira sistêmica européia. Em termos gerais de diagnóstico sobre a crise mundial iniciada em 2007, foram apontadas as seguintes causas de sua eclosão: (i) fatores macroeconômicos, principalmente a ampla liquidez dos mercados financeiros internacionais em um contexto de taxas de juros relativamente baixas, sem prejuízo de falhas regulatórias em estruturas de segmentos financeiros não-bancários; (ii) falhas nos métodos internos de controle de risco financeiro, que ocorreram sem o devido acompanhamento regulatório; (iii) subestimação dos riscos financeiros nas avaliações das agências de *rating*; (iv) desalinhamento de incentivos econômicos nas estruturas de governança das instituições financeiras; (v) excessiva confiança dos reguladores na capacidade de gestão de riscos pelas instituições financeiras, com foco restrito ao âmbito microeconômico; e (vi) falhas de coordenação regulatória entre os organismos financeiros internacionais. Ao final, o estudo recomenda o redesenho coordenado das estruturas regulatórias integrantes do sistema financeiro europeu, com atenção principal para o componente macroeconômico da regulação financeira sistêmica, assim como o fortalecimento da governança das instituições financeiras e da proteção do consumidor financeiro. A íntegra do estudo está disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosière_report_en.pdf. Acesso em 01.03.2013.

financeiro da seguradora AIG evidencia que a mera “*incapacidade de honrar seus credit default swaps (derivativos) provocaria falências em cadeia*”.¹⁹⁸

Além disso, a arbitragem regulatória era evidente e os processos de securitização, diretamente vinculados a mercados de derivativos, não sofreram regulação estatal suficiente para controlar os produtos financeiros gerados.

Adicionalmente, os modelos econométricos de avaliação de risco utilizados pelos grandes *players* financeiros eram manejados segundo uma base inidônea de dados, gerada por valores procíclicos superestimados de mercado e por avaliações equivocadas das agências de *rating* sobre a qualidade dos títulos de investimento, relativos, sobretudo, ao mercado imobiliário do segmento *subprime*.

Em razão disso tudo, muitos esperam que a atuação regulatória tende a assumir força reativa e “*a inovação financeira sairá temporariamente de cena e se assistirá à primazia da transparência em relação à sofisticação das transações financeiras*”,¹⁹⁹ com o reforço da regulação financeira prudencial.

No entanto, não se pode perder o bom senso necessário ao ideal de estabilidade financeira no sentido de dosar, de forma adequada, as restrições regulatórias a partir de então, na busca de um equilíbrio na estratégia regulatória para o sistema financeiro que não comprometa iniciativas privadas socialmente eficientes dos agentes financeiros.

Aparentemente, a questão que se põe é de formulação simples: como desenhar, em termos político-institucionais,²⁰⁰ uma estratégia regulatória sustentável ao longo do tempo que alinhe, razoavelmente, os incentivos econômicos no âmbito do sistema financeiro em um ambiente social que preza pela livre iniciativa econômica? Sem embargo, como tal estratégia deve ser executada sem perder de vista que a estratégia regulatória escolhida deve ser justificada publicamente em uma democracia como a norte-americana, por exemplo? Como se define o alcance e o conteúdo da estratégia regulatória financeira sistêmica aplicável, quer deve seguir o estado da arte técnica de mensuração adequada de riscos econômicos envolvidos?

¹⁹⁸ Cf. NOBREGA, Mailson. *Origens da Crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 8.

¹⁹⁹ GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio. *Brasil pós-crise: seremos capazes de dar um salto?* In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 6.

²⁰⁰ É importante frisar que as instituições de um país são determinantes para o desempenho econômico de longo prazo, cf. NORTH, Douglass C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 107.

A propósito dessas questões, emergem razões políticas, comportamentais, econômicas e técnicas, que interpenetram-se de forma inevitável para a persecução desse objetivo amplo de regulação financeira sistêmica adequada à estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.²⁰¹

Vejam, então, especificamente, sem prejuízo do que já foi dito, como cada uma dessas razões interferiu na crise do mercado imobiliário do segmento *subprime*.

1.4.1 Razões de estratégia política: uma “captura inversa”?

O exercício da política, a despeito de diversas nuances, tem como principal instrumento social o Direito²⁰² ou, mais propriamente, envolve a instituição de um sistema jurídico que estabeleça e proteja direitos sobre liberdades, além de disciplinar como serão efetuadas as deliberações políticas no âmbito social.

Nesse sentido, o fenômeno político é essencial à definição do conteúdo dos direitos sobre liberdades²⁰³, pois a sociedade está sujeita ao fenômeno da escassez relativa de recursos e, por isso, ela precisa deliberar a respeito do modo pelo qual garantirá e/ou distribuirá direitos, a fim de preservar, de forma razoável, a estabilidade social ao longo do tempo.

Em outras palavras, a escassez relativa é um fenômeno social que repercute nas atividades econômicas²⁰⁴ e está presente, inevitavelmente, no âmbito político de deliberação. Sociedades minimamente organizadas e democráticas precisam organizar, politicamente, a normatização da estrutura social para a disciplina do exercício dos direitos sobre liberdades com conteúdo econômico, com vistas a lidar, da melhor

²⁰¹ Em outras palavras, isso vai ao encontro da ideia de que “a maior parte das decisões regulatórias envolve uma combinação de características estritamente legais, tecnocráticas e políticas”, cf. SUNSTEIN, Cass R. *O Constitucionalismo após o The New Deal*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 150.

²⁰² NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 20.

²⁰³ Quanto ao ponto, embora a liberdade seja fundamental ao crescimento e desenvolvimento econômico de um país, o estabelecimento de algumas restrições é inerente ao convívio social. V. NORTH, Douglass C. *Op. Cit.*, p. 36.

²⁰⁴ Conforme Fábio Nusdeo, “A atividade econômica é, pois, aquela aplicada na escolha de recursos para o atendimento das necessidades humanas. Em uma palavra: é a administração da escassez. E a Economia, o estudo científico dessa atividade, vale dizer, do comportamento humano e das relações e fenômenos dele decorrentes, que se estabelecem em sociedade permanentemente confrontada com a escassez” (*Ibid.*, p. 28).

maneira possível, com o fato da escassez relativa de recursos.²⁰⁵ E aí entram em cena os burocratas, grupos sociais, partidos políticos e os políticos de modo geral.

Independentemente do estado ideal de coisas a ser perseguido, notadamente a estabilidade social sustentável ao longo do tempo, é notório que o processo político decisório ordinário de tomada de decisão contém vícios de comportamento,²⁰⁶ sobretudo quando a atuação política persegue objetivos imediatos ou de curto prazo.

Assim como qualquer pessoa racional²⁰⁷ que busca perseguir seus próprios interesses, os burocratas, políticos e grupos políticos tendem, em algum grau, a agir segundo os benefícios que podem usufruir a partir dos seus atos, mormente a manutenção de poder ou estratégias político-eleitorais específicas.

Se romantizar em excesso o ser humano é, evidentemente, ignorar sua imperfeição comportamental intrínseca, mais grave é romantizar a atuação de burocratas e políticos de modo geral, os quais, em algum grau, traçam estratégias para se beneficiar dos atos políticos dos quais participam ou são responsáveis, direta ou indiretamente.²⁰⁸

Essa forma específica de visualizar o processo político é tributária dos estudos realizados, inicialmente, nos Estados Unidos da América, com destaque especial para a obra *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*,²⁰⁹ de James M. Buchanan e Gordon Tullock, enquanto referência da escola da “*Public Choice*”,²¹⁰ a qual se atribui o pioneirismo na investigação das estratégias utilizadas por representantes do Estado – leia-se, burocratas e políticos de modo geral – nas instâncias

²⁰⁵ NUSDEO, Fábio. *Op. Cit.*, p. 28-29.

²⁰⁶ Conforme expõe Juarez Freitas, “vícios políticos, por definição, são todos os desvirtuamentos ou disfunções que afastam a política da prática continuada da gestão favorável ao bem de todos, de modo responsivo. (...) Observados com atenção, nota-se que os vícios se instauram a partir da rendição ao que se denomina ‘política real’, subordinada aos interesses e resultados imediatos eleitorais e, sobretudo, ao desenfreado apetite de perpetuação dos anelos particularistas” (FREITAS, Juarez. *Sustentabilidade: direito ao futuro*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 203-204). Os vícios de comportamento político são agravados por inexistir o dever jurídico de motivação expressa das decisões políticas.

²⁰⁷ O racional é distinto do razoável, conforme será explicado no capítulo seguinte.

²⁰⁸ Logo, a perspectiva de abordagem investigativa é tratar a “*politics without romance*”, segundo expressão famosa formulada por James M. Buchanan.

²⁰⁹ V. BUCHANAN, James M.; TULLOCK, Gordon. *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1962.

²¹⁰ O aprofundamento do estudo da *Public Choice Theory* e das falhas de Estado será feito ao longo da dissertação.

oficiais políticas, o que é apta a explicar comportamentos e atos – razoáveis ou não, falhos ou não – praticados por aqueles em nome do Estado.²¹¹

Em suma, o que resulta da *Public Choice Theory* (escola da escolha pública) é a necessidade de avaliar, diagnosticar e evitar efeitos dos possíveis desvios causados por comportamentos reais dos agentes políticos, que agem em nome do Estado.²¹²

Conforme já ilustrado, o setor imobiliário, em qualquer país do mundo, é motivo de intenso apelo político e os Estados Unidos da América não fogem à regra. Incentivar e fomentar o mercado imobiliário é plataforma política de governo de democratas e republicanos. Aliás, a promessa política quanto a programas de governo que tragam possibilidades melhores de aquisição da “casa própria” sensibilizam qualquer pessoa, sobretudo as mais pobres, o que traz, à evidência, votos.

Pois bem, no final da década de 1990, diante do cenário norte-americano de baixa taxa de juros, houve o início de manifestação dos grandes impulsos políticos voltados a estimular o mercado imobiliário norte-americano, em conformidade com as políticas fiscal e monetária expansionistas do país.

Segundo narra Mailson da Nobrega, o Governo *Clinton*, em meados de 1999, passa a estimular a atuação das *GSEs*, sobretudo a Fannie Mae, no sentido da ampliação de sua atuação no mercado imobiliário *subprime*, o que era igualmente atrativo ao mercado financeiro devido às taxas de juros relativamente superiores exigíveis para o financiamento desse setor, dotado de maior risco de crédito.²¹³ Vale lembrar, quanto ao ponto, que o *Glass-Steagall Act* foi definitivamente revogado, também, em 1999.

Os incentivos ao aludido segmento se mantêm no governo *Bush*, mesmo com a ocorrência de uma minicrise do *subprime*, em 2002. Niall Ferguson aponta, dentre diversas iniciativas políticas direcionadas aos tomadores de empréstimo *subprime*,

²¹¹ Segundo Vasco Rodrigues, a *Public Choice Theory* é o “estudo da forma como a escolha racional por parte dos indivíduos que exercem os poderes públicos explica o comportamento do Estado” (RODRIGUES, Vasco. *Análise Econômica do Direito: uma introdução*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 23).

²¹² Inspirado no realismo de Maquiavel e Hobbes, a escola da escolha pública pressupõe “que os indivíduos mantêm comportamentos em que buscam a realização de seus próprios interesses quando passam a actuar no processo político (como eleitores, eleitos, burocratas, etc.), critica a ideia de um Estado benevolente que agiria em nome de um pretensão interesse público, denuncia a existência de falhas de governo (por contraposição às falhas de mercado) e, conseqüentemente, procura deslegitimar a intervenção econômica dos poderes públicos ou circunscrevê-la ao mínimo possível” (SANTOS, António Carlos dos; GONÇALVES, Maria Eduarda; MARQUES, Maria Manuel Leitão. *Direito Económico*. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 8).

²¹³ NOBREGA, Mailson. *Origens da Crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 13.

pressões do *Department of Housing and Urban Development* (HUD)²¹⁴ a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* para fomentar tal mercado.^{215 216 217} Além disso, o governo *Bush* “usou o poder federal, inclusive atribuições obscuras do *Office of The Comptroller of the Currency*,²¹⁸ para bloquear iniciativas estaduais que buscavam submeter a alguma supervisão os empréstimos *subprime*”.²¹⁹

Aliado a isso, o aprimoramento da estrutura financeira regulatória norte-americana não era visto como prioridade, devido à formação de um consenso político forte à época quanto às virtudes da autorregulação, tributária dos ideais abrangentes da doutrina do neoliberalismo e da ineficiência da regulação estatal na economia, o que ia ao encontro das ideias fundamentais sustentadas pelas forças políticas do *lobby*

²¹⁴ A narrativa de George Akerlof e Robert Shiller é esclarecedora quanto ao ponto, *in verbis*: “A alegação de iniquidade nas oportunidades de participar do boom provocou reação quase imediata e acrítica do governo. Andrew Cuomo, secretário do Departamento de Habitação e Desenvolvimento Urbano, respondeu com aumento agressivo nos empréstimos obrigatórios da *Fannie* e *Freddie* a comunidades desfavorecidas. Ele queria resultados. A possibilidade de queda nos preços das casas para ele não era motivo de preocupação. Ele exercia função política. A missão dele era promover a justiça econômica para as minorias, não a de opinar sobre o futuro do preço das casas. Assim, Cuomo obrigou a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* a emprestar mais às minorias, mesmo que isso significasse redução dos padrões de crédito e relaxamento das exigências de comprovações pelos pretendentes mutuários. Nunca se questionou com seriedade a premissa de que essa política pública atendia aos melhores interesses das minorias. Nesse contexto, era fácil para os mutuantes hipotecários justificar o afrouxamento de seus próprios critérios na concessão de crédito. Muitas dessas novas instituições hipotecárias se tornaram corruptas no cerne. Algumas delas se dispunham a emprestar a qualquer pretendente, sem se importar com *firulas* como conceito creditício e capacidade de pagamento. A exacerbação da corrupção não é incomum em épocas de altas expectativas em relação ao futuro” (AKERLOF, George; SHILLER, Robert. *O espírito animal: como a psicologia humana impulsiona a economia e a sua importância para o capitalismo global*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 167).

²¹⁵ FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009, p. 249-250.

²¹⁶ Conforme destaca John Welch, “a tradicional pressão política populista que forçou a ampliar o número de habitações a preços atraentes levou a administração Clinton a criar incentivos para ter apenas uma documentação mínima para empréstimos sob hipoteca – o assim denominado mercado de hipotecas *subprime* – e autorizou os ‘GSEs’ (*Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac*) a participar, dando liquidez aos valores mobiliários garantidos por hipotecas correspondentes. Até mesmo uma minicrise do *subprime* em 2002 não conseguiu encerrar as atividades dos GSEs, apesar dos esforços da administração Bush para controlar suas atividades. Ao contrário, o Congresso não só desconsiderou os esforços de Bush, mas expandiu a intermediação para a habitação para pessoas de baixa renda e para os mercados *subprime*” (WELCH, John H. *Op. Cit.*, p. 46).

²¹⁷ Paul Krugman tem opinião particular sobre o desempenho da *Freddie Mac* e *Fannie Mae*. Conquanto reconheça que elas foram pioneiras no esquema de securitização no segmento *subprime*, não teriam sido as responsáveis pelo “período mais frenético da bolha habitacional, de 2004 a 2006”, desempenhando papel meramente secundário. V. KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 171.

²¹⁸ O *Office of The Comptroller of the Currency* (OCC) é o órgão do Tesouro norte-americano, criado pelo *National Currency Act* de 1863, cuja responsabilidade principal é a de regular os bancos nacionais e as sucursais de bancos estrangeiros nos Estados Unidos da América.

²¹⁹ KRUGMAN, Paul. *Op. Cit.*, p. 172.

financeiro exercido no âmbito do Congresso norte-americano, sendo notório que os participantes do sistema financeiro são grandes financiadores de campanhas políticas nos Estados Unidos da América, tanto de democratas quanto de republicanos.

Ora, enquanto a aparente estabilidade econômica norte-americana ocorria em um contexto de crescimento, valorização das propriedades e ativos financeiros bem como acesso ilimitado ao crédito pelas pessoas, havia um sentimento coletivo de prosperidade sem limites. A política de expansão habitacional parecia dar certo, pois a propriedade imobiliária aumentou de forma expressiva nos Estados Unidos da América.²²⁰

Tal quadro conjuntural trazia claros ganhos políticos aos seus formuladores e se adequava aos interesses econômicos do sistema financeiro e seus participantes, devidamente representados no Congresso norte-americano.

Assim, tem razão Martin Wolf ao destacar, no contexto norte-americano, que *“os governos são sempre participantes especiais em qualquer conjunto de promessas financeiras, mesmo quando não são os promitentes, exatamente por fornecerem as instituições que ajudam a garantir o cumprimento das promessas”*.²²¹

Além disso, não se pode esquecer de uma prática política recorrente, qual seja, a de deslocar, se possível, responsabilidades políticas a instituições sem ou com pouca responsabilidade política, caso tudo dê errado. Explico.

Políticas regulatórias no âmbito do sistema financeiro requerem *expertise* e, por isso, a responsabilidade operacional quanto à execução é atribuída, geralmente, a instituições com autonomia reforçada ampla margem discricionária de atuação.

No entanto, a menor responsabilidade institucional ou controle político direto pelas decisões regulatórias tomadas por essas instituições é um ingrediente explosivo quando suas ações têm o potencial de repercutir, intensamente, na vida dos cidadãos, tal como ocorre no âmbito do mercado financeiro. Se há um mecanismo político de transferência de responsabilidades públicas, por que não utilizá-lo?

Nesse sentido, aquele cenário mostrava-se muito propenso à atuação populista no âmbito político, principalmente porque o ideal político predominante na época ia ao encontro da tese sustentada pelos integrantes do setor financeiro - financiadores de campanhas políticas - sobre a capacidade de atuação eficiente dos mercados.

²²⁰ Segundo Robert Shiller, *“a taxa de posse de títulos de propriedade aumentou no período de 1997-2005 para todas as regiões, todas as faixas etárias, todos os grupos raciais e todas as faixas de renda”* (SHILLER, Robert J. *Op. Cit.*, p. 4).

²²¹ WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 6.

Como visto, os efeitos da estratégia monetária expansionista do FED, sob o pálio do cumprimento da sua função de prezar pela estabilidade monetária, mostrava indícios quanto à existência de distorções graves na economia norte-americana, devido à falta de sensibilidade da política monetária a fatos econômicos importantes. Isso, todavia, não era relevante aos agentes políticos enquanto o sentimento de prosperidade econômica e o processo de valorização de ativos persistissem. Por outro lado, em última instância, no caso de uma crise, por que não, ao final, culpar o FED e os demais órgãos reguladores? É, sem dúvida, uma ótima estratégia política.

Por fim, o mais interessante é notar que a teoria da regulação econômica favoreceu a atuação política populista nos Estados Unidos da América para o segmento imobiliário *subprime*.

A propósito, enquanto desdobramento da *Public Choice Theory*, a teoria econômica de regulação, preconizada por George Stigler,²²² sustenta, basicamente, que, diante das diversas distorções causadas pelas “falhas de governo”, notadamente o processo de captura regulatória por grupos de interesses privados politicamente organizados, a estratégia regulatória estatal mais eficiente é deixar que o funcionamento dos mercados cumpra, naturalmente, a função de correção de desequilíbrios e distorções nos processos econômicos alocativos de recursos.

No entanto, ainda que a origem do impulso financeiro ao segmento imobiliário *subprime* possa ser atribuída à pressão política exercida nas *GSEs*, esquecem os adeptos dessa teoria que a captura pode ocorrer em sentido inverso, de modo a impedir que o Estado corrija distorções evidentes ou “falhas de mercado”, ou seja, a atuação política dos participantes do mercado financeiro norte-americano, através de *lobby* ou influência

²²² Considerações sobre a teoria econômica da regulação preconizada por George Stigler e seus seguidores serão trazidas ao longo da dissertação, sobretudo quando analisadas as falhas regulatórias imputáveis ao Estado – “falhas de Estado”. Por ora, deve-se dizer, conforme Calixto Salomão Filho, que há dois pontos fundamentais extraídos dos estudos da teoria econômica de regulação e uma síntese conclusiva, quais sejam: “a negação de qualquer fundamento de interesse público na regulação e a afirmação do objetivo de substituição ou correção do mercado através da regulação (...) se o mercado é a solução considerada ideal e sua reprodução teórica não é possível, então, o melhor é fazer com que o mercado funcione por si só” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 27-29). Vale dizer, a atuação regulatória deve ocorrer como substituto do mercado, sem distorcer os processos alocativos, somente se não existir processos de mercado mais eficientes. Por fim, vale a ressalva feita por Calixto Salomão Filho acerca da existência de dois trabalhos anteriores ao principal trabalho de George Stigler (“*The theory of economic regulation*”) que trazem a mesma abordagem sobre regulação, a saber: “*What can regulators regulate? The case of electricity*”, de G. Stigler e C. Frieland, e “*Why regulate utilities*”, de H. Demsetz (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 28).

sobre políticos ou partidos políticos, capturou, claramente, o processo regulatório a fim de manter as tendências de desregulação em seu favor nos anos antecedentes à crise.²²³

1.4.2 Razões comportamentais: a análise econômica dos incentivos.

Assim como os agentes políticos reagem aos incentivos próprios do sistema político na busca de “lucros políticos”, os agentes econômicos traçam estratégias de acordo com os incentivos que lhes são dados pelo sistema econômico a fim de obter “lucros econômicos”.

Essa inferência consiste no impulso metodológico fundamental da escola de análise econômica do Direito ou *Law and Economics* – *L&E*. Os estudos referenciais dessa abordagem têm origem na Universidade de Chicago, por influência marcante de Aaron Director na segunda metade da década de 1940, com a criação do *Journal of Law and Economics* em 1958, no âmbito dessa universidade.²²⁴

A ideia principal da análise econômica do Direito é mostrar ser possível prever comportamentos com base no desenho de um sistema regulatório de responsabilidades e sanções instituído para reger a atuação dos agentes econômicos em determinado mercado. Responsabilidades e sanções agiriam como o preço a ser pago pelos riscos de prática de ações humanas reputadas ilegítimas.²²⁵

Assim, todo comportamento teria um preço implícito,²²⁶ baseado nos riscos de responsabilização e sancionamento no caso da prática de determinadas condutas; com isso, seria possível prever a postura reativa dos agentes econômicos a normas jurídicas,

²²³ Essa é também a opinião de Juarez Freitas, para quem “os modelos voltados ao combate às ‘falhas de governo’ (na linha de George Stigler, com a ‘teoria da captura’) também contribuíram – ainda que involuntariamente – à desregulação alastrada, que fez parte decisiva da formação do nexos causal da grande crise de confiança mundial, não inteiramente debelada” (FREITAS, Juarez. *Sustentabilidade: direito ao futuro*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 253-254).

²²⁴ Cf. COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. *Direito & Economia*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010, p. 17. Sequencialmente, são publicados diversos trabalhos sobre o tema, dentre os quais se destacam: (i) *The Problem of Social Cost*, de Ronald Coase, em 1960; (ii) *Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, de Guido Calabresi, em 1961; (iii) *Crime and Punishment: An Economic Approach*, de Gary Becker, em 1968; e, por fim (iv) o trabalho mais famoso de Richard Posner, de 1973, qual seja: *Economic Analysis of Law*.

²²⁵ COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. *Op. Cit.*, p. 25. Segundo tais autores, “a economia proporcionou uma teoria científica para prever os efeitos das sanções legais sobre o comportamento. Para os economistas, as sanções se assemelham aos preços e, presumivelmente, as pessoas reagem às sanções, em grande parte, da mesma maneira que reagem aos preços”.

²²⁶ COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. *Op. Cit.*, p. 33.

com vistas à obtenção de objetivos regulatórios previamente definidos e tais propósitos serviriam, simultaneamente, como parâmetro de acompanhamento e avaliação dos resultados pretendidos.

Em síntese, a análise econômica do Direito pressupõe a racionalidade humana como condição de compreensão das consequências dos atos praticados por informações relativas aos incentivos jurídicos postos quanto a responsabilidades e sanções.²²⁷

Em outras palavras, supõe-se, em termos racionais, que o comportamento econômico esperado de determinado agente econômico é o resultado razoável de uma análise decorrente do uso da lógica de avaliação dos custos e dos benefícios feita a partir de cada comportamento econômico possível, em uma situação contextual previamente dada, com vistas à obtenção dos melhores retornos financeiros possíveis.

À evidência, a análise de custos e benefícios não se isola na comparação estrita entre a eficácia dos comportamentos econômicos possíveis para os resultados pretendidos – aspectos puramente endógenos -, mas também envolve juízos sobre riscos e consequências da escolha de cada um desses comportamentos segundo o arranjo normativo e institucional aplicável ao respectivo mercado.

Logo, seria razoável inferir que o desenho regulatório é considerado pelos agentes econômicos ao tomar decisões, o que traz incentivos aptos a estimular boas condutas e reprimir tentações oportunistas, assim como pode, por outro lado, gerar distorções comportamentais.

Admitido o sistema capitalista como ponto de partida, não há nenhum juízo de reprovação moral sobre o objetivo econômico de obter lucros decorrentes do exercício de uma atividade econômica.

No entanto, deve-se dar atenção ao modo pelo qual tais lucros são obtidos em uma visão mais abrangente, pois todos os mercados carregam imperfeições se comparados ao modelo ideal de mercado em concorrência perfeita,²²⁸ ou seja, possuem falhas de mercado com alguma intensidade que pedem alguma regulação estatal, sempre tendo em vista potenciais tendências de socialização de custos privados caso o desenho

²²⁷ Cf. RODRIGUES, Vasco. *Análise Econômica do Direito: uma introdução*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 7-23, *passim*.

²²⁸ As características básicas do modelo de mercado em concorrência perfeita são as seguintes: (i) ampla mobilidade de fatores; (ii) pleno acesso a informações; (iii) atomização e ausência de economias de escala; (iv) ausência de externalidades negativas e positivas; (v) bens exclusivos; e (vi) homogeneidade dos produtos, cf. NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 167. Tais características serão trabalhadas na dissertação em momento oportuno.

regulatório não esteja estabelecido de forma adequada. Privatizar os lucros possíveis e socializar os prejuízos são incentivos presentes no mercado financeiro.²²⁹

No que diz respeito ao mercado financeiro, é importante fazer alusão às “cinco verdades absolutas” comportamentais de John Welch, quais sejam: (i) as instituições financeiras e investidores se alavancam se não houver restrições regulatórias; (ii) se for possível e interessante economicamente, as instituições financeiras transferem riscos financeiros ao Estado; (iii) a regulação excessiva traz incentivos a fraudes financeiras; (iv) se os investidores perdem “dinheiro”, tentarão recuperá-lo dos intermediários financeiros e do Estado; e (v) as instituições financeiras têm um forte incentivo a se tornar grandes demais para falir (*too big to fail*)²³⁰.

Novamente, o romantismo sobre o ser humano deve ceder. Ninguém quer perder; caso haja a perda, que seja transferida e arcada, ainda que parcialmente, por terceiros. A regulação financeira tem que se preocupar com isso, sobretudo porque o setor possui como traço característico a existência de intensas externalidades e altos níveis de assimetria informacional, sendo que a experiência histórica mostra o grande custo social causado por crises financeiras.

A propósito, entende-se por externalidades quaisquer “*custos ou benefícios que as atividades de algum agente impõem a terceiros que não por via do sistema de preços*”²³¹. Assim, os custos repassados a terceiros constituem externalidades negativas e os benefícios obtidos de terceiros são externalidades positivas.

Disso se infere que externalidades, negativas ou positivas, têm a aptidão de transcender a esfera individual dos agentes que firmam relações econômicas no mercado para atingir terceiros ou a própria coletividade, ou seja, custos e benefícios, em

²²⁹ O risco moral é um exemplo claro dessa tendência de comportamento humano. Segundo Paul Krugman, “o termo ‘risco moral’ se originou no setor de seguros. Desde muito cedo, sobretudo no ramo de incêndio, as seguradoras perceberam que os proprietários com seguro total contra perdas apresentavam a tendência curiosa de sofrerem incêndios destruidores – sobretudo quando mudanças nas condições vigentes reduziam o valor de mercado de seus prédios a nível inferior ao da cobertura do seguro. (...) Por fim, o termo passou a referir-se a qualquer situação em que alguém decide sobre o nível de riscos aceitável, enquanto outrem assume os custos, se algo der errado. (...) Cara, eu ganho; coroa, você perde” (KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 64).

²³⁰ WELCH, John H. *Futurologia financeira global: implicações do pós-crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 43.

²³¹ RODRIGUES, Vasco. *Análise Econômica do Direito: uma introdução*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 41.

mercados mais complexos, são, muitas vezes, arcados por aqueles que não têm nenhuma relação causal com o ato ou o fato gerador da externalidade.

A garantia da liberdade, enquanto proteção à autonomia, legitima iniciativas individuais e confere estímulos aos agentes econômicos para atuar no mercado. Assim, é moralmente válido que a reversão do esforço individual de cada um seja privadamente apropriado, o que não obsta, por outro lado, que as pessoas sofram as consequências decorrentes da responsabilidade pelo exercício inadequado da liberdade, essencialmente quando terceiros são atingidos negativamente de forma involuntária.

Tal lógica, estendida ao funcionamento dos mercados, é simples: os custos sociais ou externalidades de um mercado devem, na medida do possível, ser internalizados aos atuantes do setor econômico específico como custos privados.

Logo, uma das principais soluções para lidar com externalidades, conhecidas como *bail-in tools*, consiste em criar “*mecanismos aptos a promoverem a internalização de tais efeitos, ou seja, destinados a levar os custos e benefícios a incidirem sobre as próprias unidades responsáveis pela sua geração*”.²³²

Em outras palavras, “*a função fundamental do direito é evitar que a existência de externalidades impeça a obtenção de resultados socialmente eficientes*”,²³³ a fim de estabelecer restrições a atividades que geram externalidades sociais negativas.²³⁴

Entra em cena o problema do custo social²³⁵ dos direitos, atrelado à questão da atribuição adequada de regras de distribuição de direitos e responsabilidades, com propósitos de internalizar, na maior medida possível, os efeitos de externalidades, mediante o estabelecimento de incentivos positivos e negativos, a fim de minimizar os custos sociais.²³⁶

Dito isso, percebem-se falhas regulatórias evidentes no âmbito do sistema financeiro norte-americano. A ascensão e o crescimento exponencial do *shadow*

²³² NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 159.

²³³ RODRIGUES, Vasco. *Análise Econômica do Direito: uma introdução*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 42.

²³⁴ RODRIGUES, Vasco. *Op. Cit.*, p. 42.

²³⁵ Paráfrase do título do artigo “*The Problem of Social Cost*”, de Ronald Coase, já citado.

²³⁶ Os custos sociais são tratados por Ronald Coase como custos de transação, cuja noção é similar a de externalidades. Custos de transação são todos os custos incorridos além do preço transacionado e, por isso, o cenário econômico ideal para o aludido autor consiste em neutralizar ou, se impossível, minimizar os custos de transação, em prol da maximização de alocação de recursos sociais, cf. RODRIGUES, Vasco. *Op. Cit.*, p. 50-54, *passim*.

banking system gerou um incentivo fantástico no sentido da criação e transferência dos riscos financeiros a um segmento do mercado financeiro sem submissão a restrições regulatórias significativas de alavancagem²³⁷ e/ou requisitos criteriosos de avaliação de risco de crédito, o que, ao mesmo tempo, possibilitava a liberação do capital regulatório próprio das instituições financeiras bancárias.²³⁸

Esse arranjo de incentivos, em último estágio, gerou risco sistêmico, cujos efeitos foram arcados pela sociedade norte-americana, em razão das intervenções do FED e do Tesouro norte-americano.

Vale dizer, as instituições financeiras norte-americanas, ao migrar os riscos financeiros para o *shadow banking system* principalmente através de processos de securitização de direitos de crédito oriundos do segmento imobiliário *subprime*,²³⁹ arbitraram, facilmente, com as regras financeiras prudenciais trazidas por Basiléia I e II, notadamente para fugir aos limites de alavancagem,²⁴⁰ aproveitando-se, por sinal, do desenho regulatório institucional confuso dos Estados Unidos da América,²⁴¹ com ganhos substanciais apropriados, essencialmente, pelas instituições financeiras, intermediários financeiros - através de bônus corporativos - e seus acionistas.

²³⁷ A alavancagem é o grande foco da “hipótese da instabilidade financeira” de Hyman Minsky. Segundo Paul Krugman, “a grande ideia de Minsky foi concentrar-se na alavancagem – no acúmulo de dívidas em relação aos ativos ou à renda. Períodos de estabilidade econômica, argumentava ele, acarretam alavancagem crescente, pois todos se tornam complacentes em relação ao risco de os tomadores não serem capazes de pagar os empréstimos. Mas esse aumento da alavancagem acaba gerando instabilidade econômica. Com efeito, prepara o terreno para crises financeiras e econômicas” (KRUGMAN, Paul. *Um basta à depressão econômica!*: propostas para uma recuperação plena e real da economia mundial. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 39).

²³⁸ Um incentivo essencial no sistema bancário é a exigência de que haja recursos próprios dos bancos para compor o seu capital social. Se processos e instrumentos financeiros distorcem o incentivo, tal como ocorreu na medida em que os riscos da securitização eram transferidos a setores financeiros não-bancários, a tendência é a de assunção proporcional de maiores riscos.

²³⁹ Alguns autores enfatizam a participação da Fannie Mae e Freddie Mac como fator adicional de incentivo à assunção de riscos do segmento *subprime*, haja vista a existência de um garantia estatal implícita quando ao setor habitacional, o que se liga às razões políticas mencionadas em tópico anterior.

²⁴⁰ WELCH, John H. *Op. Cit.*, p. 42. Considerações sobre Basiléia I e II serão feitas a seguir. Em outras palavras, pode-se dizer que a arbitragem regulatória, em certa medida, foi mais intensa do que esperavam os formuladores dos Acordos de Basiléia até então, cf. SOBREIRA, Rogério; SILVA, Tarcisio Gouveia de. *Basiléia III: Longe de uma panacéia*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 98.

²⁴¹ Cf. LOYOLA, Gustavo. *O futuro da regulação financeira*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 73.

Logo, houve uma clara falha de alcance e coordenação regulatória, forjada sob a crença de autorregulação eficiente dos mercados financeiros,²⁴² o que permitiu, sob a proteção jurídica da responsabilidade social limitada,²⁴³ a transformação de “dívida privada em dívida pública, pagando o estado garantidor, com o dinheiro dos impostos, lixo tóxico acumulado pelas instituições financeiras”.²⁴⁴

Além do aspecto estrutural do sistema regulatório norte-americano, com a eclosão da crise de 2008, verificou-se uma grande leniência relativamente à disciplina normativa aplicável a diversos agentes e intermediários financeiros, bem como em relação aos processos de criação de produtos gerados pelas inovações financeiras nas últimas décadas, o que motivou a prática de condutas oportunistas.²⁴⁵

O mercado imobiliário *subprime* continha incentivos negativos em todas as etapas financeiras. Inicialmente, não havia óbices operacionais aos corretores de imóveis para manipular valores das transações imobiliárias a fim de inflar suas comissões, além de contar com o apoio de instituições financeiras para oferecer modalidades de empréstimo exóticas e extremamente arriscadas, sem qualquer padronização prudencial.

Na etapa de securitização dos direitos de crédito imobiliário *subprime* e de criação de produtos financeiros a ele correlatos, a promessa de alta remuneração do investimento era atrativa a muitos investidores, de um lado, e gerava bônus significativos de curto prazo a gestores de recursos financeiros, por outro lado.

²⁴² LOYOLA, Gustavo. *Op. Cit.*, p. 70.

²⁴³ Nos Estados Unidos da América, os acionistas controladores, membros do conselho de administração, diretores ou membros do conselho fiscal de instituições financeiras não respondem pelos prejuízos causados pelas instituições financeiras das quais participam com patrimônio próprio, tal como ocorre no Brasil, por força das Leis nº 6.024, de 1974, e Decreto-Lei nº 2.321, de 1987. Isso, evidentemente, incentiva à assunção de riscos financeiros, vale dizer, a “*responsabilidade limitada desalinha os incentivos das firmas e as induz à tomada de risco maior do que o socialmente desejado*”, cf. MELLO, João Manoel Pinho de. *Estrutura, concorrência e estabilidade*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 111.

²⁴⁴ NUNES, António José Avelãs. *Uma leitura crítica da actual crise do capitalismo*. Coimbra: Coimbra, 2011, p. 62.

²⁴⁵ A relação entre condutas oportunistas e leniência regulatória é assim trabalhada por Robert Shiller e George Akerlof, *in verbis*: “*as mudanças ao longo do tempo na extensão da corrupção ou da má-fé também são, até certo ponto, reflexo de novas oportunidades decorrentes de diferentes tipos de inovações financeiras, dependendo da extensão em que a regulação financeira admite sua implementação*” (AKERLOF, George; SHILLER, Robert. *O espírito animal: como a psicologia humana impulsiona a economia e a sua importância para o capitalismo global*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 40).

Por fim, a expansão e posterior crise do mercado imobiliário *subprime* foi viabilizada, em grande medida, pela fragilidade dos regimes legais de responsabilização dos ofertantes, agentes e gestores financeiros, assim como pela frágil regulação quanto às agências de *rating*, cujas avaliações sobre ativos foram endossadas sem filtros regulatórios ou regras atributivas de responsabilidades.

Embora as avaliações de tais agências não fossem, rigorosamente falando, vinculativas aos agentes financeiros, institucionalizou-se uma excessiva confiança nos seus diagnósticos,²⁴⁶ máxime porque havia o óbvio interesse na manutenção de notas máximas aos produtos e instituições financeiras, sem olvidar do fato de que os destinatários das avaliações das agências de *rating* eram os seus próprios clientes. Portanto, um claro conflito de interesses que foi negligenciado pelas autoridades regulatórias norte-americanas.

1.4.3 Razões de teoria econômica: a culpa é de quem?

A economia lida com o fenômeno da escassez relativa dos recursos socialmente existentes. Desde que a economia adquiriu autonomia científica no final do século XVIII, as teorias econômicas tentam explicar, basicamente, como ocorre o processo de formação dos preços e de que modo funcionam, em geral, os mercados, com foco na liberdade de iniciativa econômica e na busca da definição dos fatores que levam a um arranjo de alocação social de recursos o mais eficiente possível.

Se a economia foi inicialmente estudada com ênfase na sua conexão com a política - daí a denominação *economia política*²⁴⁷ para designar os teóricos da economia clássica -, a fim de estimular processos políticos voltados à liberalização dos mercados, em prol da minimização dos desperdícios de recursos sociais e da extinção de monopólios e de privilégios econômicos ineficientes concedidos a grupos políticos

²⁴⁶ Em outras palavras, o sistema financeiro atribuiu responsabilidades informais às agências de *rating*, com base em uma suposta confiança que não estava devidamente reforçada por regimes regulatórios sancionatórios ou regras de responsabilização pelas suas opiniões. Embora a existência das agências de *rating* seja útil ao sistema financeiro, não podem ser ignorados os riscos e os conflitos de interesse que surgem na relação dessas com os participantes do mercado. Quanto aos riscos, é evidente que, muitas vezes, “as agências de *rating* prestam serviços a quem lhes paga, porque elas vivem desse negócio. Ora, segundo a sabedoria popular, quem paga ao tocador é que escolhe a música... Os que pagam e garantem os lucros das agências de *rating* é que decidem as notações que elas vão atribuir” (NUNES, António José Avelãs. *Uma leitura crítica da actual crise do capitalismo*. Coimbra: Coimbra, 2011, p. 91).

²⁴⁷ Notadamente, o maior expoente da economia clássica é Adam Smith, cujas ideias de liberdade econômica nos mercados se adequavam, perfeitamente, ao sistema capitalista, cf. NUNES, António José Avelãs. *Noção e objecto da Economia Política*. Coimbra: Almedina, 2008, p. 13.

determinados, a *economia neoclássica* mudou o enfoque para a análise endógena do comportamento dos mercados, tendo por objetivo precípuo estudar os fenômenos e escolhas alocativas a partir de modelos ideais, assim como os respectivos resultados em termos de bem-estar social.²⁴⁸

Ambas as abordagens teóricas têm suas virtudes e são dignas de respeito e consideração. No entanto, um fato é inquestionável: embora possa surgir como um fenômeno social espontâneo, o mercado assume o alcance e as características que lhes são dadas pelo exercício da liberdades das pessoas que o integram ou, subsidiariamente, pelo Estado.

Em outras palavras, se é verdade que todo mercado pode ser objeto de simplificação teórica, tal como ocorre pelo modelo ideal de concorrência perfeita, também é correto que o mercado é uma instituição social que pode gerar distorções ou assimetrias alocativas e/ou distributivas que o tornam ineficiente sob diversas perspectivas.^{249 250}

Não obstante, se existem falhas de mercado, sobretudo externalidades, assimetrias de informação e, especificamente, concentração excessiva de poder de mercado no sistema financeiro, podem haver falhas de Estado no desenho regulatório, quando, por exemplo: (i) a complexidade e o excesso de normatização afetam os resultados sociais do setor econômico; (ii) a regulação é afetada por interesses particulares e egoísticos decorrentes da relação próxima entre regulados e reguladores

²⁴⁸ Segundo esclarece António José Avelãs Nunes, “com o êxito da ‘revolução marginalista’, a opção pela designação *Economics* revela a preocupação de apresentar a disciplina como uma teoria pura, como uma ciência teórica pura, à semelhança da *Matemática (Mathematics)* ou da *Física (Phisycs)* e, por parte de alguns autores, o propósito de pôr em relevo que o que interessa é o indivíduo e não os grupos, a sociedade ou o estado” (NUNES, António José Avelãs. *Op. Cit.*, p. 5).

²⁴⁹ O mercado é uma construção afetada por diversos fatores, tal como ressalta António José Avelãs Nunes, *in verbis*: “O mercado deve antes considerar-se, como o estado, uma instituição social, um produto da história, uma criação histórica da humanidade, correspondente a determinadas circunstâncias econômicas, sociais, políticas e ideológicas; uma instituição social, destinada a regular e a manter determinadas estruturas de poder que asseguram a prevalência dos interesses de certos grupos sociais sobre os interesses de outros grupos sociais” (NUNES, António José Avelãs. *Uma leitura crítica da actual crise do capitalismo*. Coimbra: Coimbra, 2011, p. 5).

²⁵⁰ Tal como enfatiza Joseph Stiglitz, “às vezes, os mercados funcionam da maneira como Smith argumentou: as grandes elevações nos padrões de vida dos últimos dois séculos são, em parte, um testemunho de que ele tinha razão. Porém, Até Adam Smith percebeu que numa economia de mercado sem freios ou incentivos privados muitas vezes não se harmonizam com os custos e benefícios sociais – e, quando isso acontece, a busca do interesse pessoal não resultará no bem-estar. Os economistas modernos chamam essas desarmonias de ‘falhas de mercado’” (STIGLITZ, Joseph E. *Globalização: como dar certo*. Trad. Pedro Maia Soares. São Paulo: Companhia das Letras, 2007, p. 306).

(processo de captura); (iii) o processo de normatização sofre influências fortes de grupos políticos de pressão; ou (iv) há burocracia excessiva.²⁵¹

Em termos gerais, diante de todos esses fatores que caracterizam a complexidade social e política dos principais setores econômicos, a intensidade regulatória ideal do Estado é insuscetível de resposta científica.²⁵²

Conforme sustentado por Fábio Nusdeo, o alcance e conteúdo do poder regulatório estatal é “*opção política da sociedade e ela tenderá a combinar as parcelas de Estado e mercado nas proporções que se lhe afigurem desejáveis ao longo dos diferentes estágios de sua trajetória histórica*”.²⁵³

Veja-se, a título ilustrativo, o risco sistêmico no âmbito do sistema financeiro. Ele pode ser visto tanto como falha de mercado quanto como falha regulatória.

Em tese, o risco sistêmico, enquanto falha de mercado, pode surgir em decorrência de: (i) externalidades, (ii) concentração econômica excessiva de poder de mercado (*too big to fail*), (iii) alavancagem excessiva, etc. Não obstante, o risco sistêmico pode advir em decorrência de falhas regulatórias, que têm a aptidão de gerar assimetrias e distorções nos processos de alocação de recursos financeiros. Se é possível atribuir culpa em crises financeiras, geralmente, a culpa é de ambos ou, melhor, a culpa é de todos os agentes financeiros envolvidos.

Entretanto, não foi essa, exatamente, a trajetória do pensamento econômico norte-americano nas últimas décadas. Em meados do final da década de 1960, já despontava com grande força teórica a escola monetarista de Milton Friedman, oriunda da Universidade de Chicago e rival teórica das concepções keynesianas,²⁵⁴ que traria os

²⁵¹ NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 218-219.

²⁵² Dentre argumentos em prol do Estado ou do mercado em qualquer hipótese de análise econômica, quase sempre ambas terão razão em algum grau, pois o mercado é moldado e, ao mesmo tempo, influencia a regulação. Se “*os mercados financeiros são de fato arriscados, por causa do desafio de gerenciar suas dificuldades intrínsecas – assimetria de informações, seleção adversa, risco moral, comportamento de manada e assim por diante – porém, as intervenções dos governos não raro os tornam menos seguros, em vez do contrário*”, cf. WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 24. Em outras palavras, se a opinião majoritária é a de que os mercados podem produzir resultados inadequados, “*a questão é se o governo pode melhorar essa situação*” (STIGLITZ, Joseph E. *Globalização: como dar certo*. Trad. Pedro Maia Soares. São Paulo: Companhia das Letras, 2007, p. 96).

²⁵³ NUSDEO, Fábio. *Op. Cit.*, p. 215. A conexão entre economia e política é inevitável, cf. NORTH, Douglass C. *Op. Cit.*, p. 112.

²⁵⁴ John Maynard Keynes, cuja obra principal é a famosa *The General Theory of Employment, Interest and Money*, publicada em 1936, inaugurou uma escola que influenciou, substancialmente, a compreensão da teoria macroeconômica. Em linhas gerais, sua teoria se baseia na ideia de que o Estado tem

fundamentos basilares da doutrina que se tornaria predominante alguns anos depois: o chamado neoliberalismo.

As bases do pensamento econômico de Milton Friedman estão no famoso livro *A Monetary History of the United States, 1867–1960*,²⁵⁵ lançado originalmente em 1963, em coautoria com Anna J. Schwartz, no qual sustentam, em linhas gerais, através de abordagem histórica fundada na atuação do FED, que intervenções financeiras estatais são indesejadas e, quanto à política monetária, a atuação deve cingir-se ao controle da oferta monetária segundo as variações de produtividade e crescimento econômico, sob pena de causar flutuações econômicas sérias e indevidas.²⁵⁶

Nesse sentido, expandida a lógica à economia como um todo, estavam justificados, economicamente, os propósitos fundamentais de desregulação, com a correlata restrição de intensidade da legitimidade de intervenção estatal na economia. Os processos sociais de alocação de recursos deveriam ser atribuídos, com predominância, aos mercados. Quanto maior a presença do Estado, maiores as distorções econômicas e oportunidades de captura por interesses privados, em afronta à livre iniciativa econômica.²⁵⁷

Ademais, com o fracasso dos projetos socialistas ao redor do mundo na década de 1980, sobretudo o colapso econômico da União Soviética, tais ideias ganharam uma força política imensa.

legitimidade econômica para interferir nos processos alocativos de recursos sociais, mediante o uso de instrumentos fiscais e monetários no contexto dos ciclos econômicos, a fim de atenuar desequilíbrios ou distorções econômicas.

²⁵⁵ V. FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press, 1963.

²⁵⁶ Segundo Joseph Stiglitz, “os discípulos monetaristas de Milton Friedman se valeram de modelos simplistas para apoiar uma ofensiva ideológica em prol da limitação do papel do governo. Uma prescrição simples (chamada monetarismo, que entrou em moda na década de 1970 e começo da década de 1980) de a orientação: amarrar as mãos do governo, fazendo que ele se limite a aumentar o suprimento de dinheiro a uma taxa fixa a cada ano. Com o governo sob controle, o mercado poderia, então, operar as suas maravilhas” (STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 371).

²⁵⁷ A síntese de Álvaro Vita é digna de realce, *in verbis*: “De um lado, os partidários do Estado mínimo argumentaram que, quanto maior fosse a presença do Estado na economia, maiores seriam também as oportunidades de captura de recursos e capacidades estatais por parte de interesses privados (o que os economistas norte-americanos da escolha da escolha pública denominaram *rent seeking*). De outro, argumentaram – e agora se trata de um argumento de tipo muito distinto – que políticas públicas redistributivas de qualquer tipo, tais como as implementadas pelos *welfare states*, constituíam uma afronta à liberdade” (VITA, Álvaro de. *A justiça igualitária e seus críticos*. 2. ed. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2007, p. 33).

Paulatinamente, diversas reformas regulatórias liberalizantes foram executadas nos Estados Unidos da América a partir da década de 1980, com destaque para a já mencionada revogação da Glass-Steagall Act em 1999, geradora de um processo mais intenso de arbitragem regulatória em favor do *shadow banking system*. Tal fato não causava constrangimento, pois se confiava nos processos técnicos internos de avaliação de risco das instituições financeiras.

Além disso, a Era da “Grande Moderação” denotava, aparentemente, segurança econômica, eis que a inflação norte-americana, segundo a composição do índice de preços usada pelo FED,²⁵⁸ mantinha-se a níveis baixos a despeito das baixas taxas de juros dos títulos do Tesouro norte-americano. Ademais, o país crescia a taxas razoáveis, em equilibrado nível de emprego, bem como os ativos norte-americanos, sobretudo imóveis, valorizavam-se com o tempo.

No entanto, com o advento da crise, evidenciou-se que os processos de formação de preços no mercado financeiro estavam contaminados por fraudes, distorções ou intensas assimetrias, geradas em um ambiente regulatório descoordenado e leniente que havia incentivado a prática de condutas oportunistas pelos agentes financeiros.

Logo, não é possível apresentar argumentos conclusivos que permitam atribuir culpa ao Estado norte-americano ou ao mercado, exclusivamente.²⁵⁹ Independentemente das diversas questões oriundas da crise que subsistem controversas até hoje,²⁶⁰ é possível extrair da discussão um ponto de extrema pertinência e relevância: até mesmo

²⁵⁸ Segundo já ressaltado, o *PCE core* utilizado pelo FED para medir inflação expurgava o setor de alimentos, energia e o habitacional, ou seja, a inflação estava insensível ao aumento dos preços de mercado dos imóveis norte-americanos.

²⁵⁹ Cf. WELCH, John H. *Op. Cit.*, p. 47.

²⁶⁰ A controvérsia ainda permanece intensa, relativamente improdutiva e alinhada a segmentos políticos e acadêmicos específicos, o que é inadequado para a pretensão racional de construção efetiva de um diagnóstico e prognóstico mais pragmático sobre o caso. A propósito, as três perspectivas políticas norte-americanas sobre a crise do mercado imobiliário *subprime* são comentadas a seguir, *in verbis*: “De um modo geral, existem três perspectivas distintas sobre o tema. A primeira é a posição neoliberal radical, que pode ser rotulada como a ‘hipótese de falha de governo’. Nos Estados Unidos identificam-se com esta posição o Partido Republicano e os departamentos de economia das universidades de Chicago e Minnesota. A segunda perspectiva é a posição neoliberal ‘moderada’, que pode ser rotulada como a ‘hipótese de falha de mercado’. O governo Obama, uma ala do Partido Democrata e os departamentos de economia de universidades como Harvard, Yale e Princeton podem ser identificados com esta posição. Na Europa, ela é cara aos políticos da chamada ‘Terceira Via’. A terceira perspectiva é a posição progressista, que pode ser rotulada como a ‘hipótese da destruição da propriedade compartilhada’. Esta, por sua vez, pode ser associada à outra ala do Partido Democrata e ao movimento trabalhista, mas não tem eco dentro dos principais departamentos de economia americanos, uma vez que alternativas à ortodoxia econômica são reprimidas em seus corredores” (PALLEY, Thomas. *Intepretações alternativas sobre a crise econômica: a luta pelo futuro*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para as economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 16).

estratégias regulatórias voltadas à desregulação²⁶¹ devem ser acompanhadas pelo Estado, com vistas a definir a dose regulatória adequada entre o papel dos mercados e do Estado, em conformidade com a necessidade de avaliação constante dos custos e benefícios da regulação para o funcionamento socialmente desejado do sistema financeiro integralmente considerado.²⁶²

1.4.4 Razões técnicas

Regular mercados complexos não é fácil. Isso vale, em especial, para o mercado financeiro, onde uma grande quantidade de ativos financeiros, não necessariamente padronizados, são negociados nos mercados à vista ou de futuros, constantemente, por muitos intermediários financeiros, detentores de poder econômico com intensidade assimétrica, no âmbito de diversas câmaras de ativos financeiros, bolsas de valores ou mercados de balcão organizados ou não, ao redor do mundo.

Em linhas gerais, pretensões regulatórias abrangentes não fazem nenhum sentido e são ineficientes porque têm grande aptidão para gerar mais distorções e problemas alocativos do que as distorções próprias dos mecanismos de formação de preços no mercado financeiro. Por isso a ênfase das estratégias regulatórias recai sobre um aspecto essencial: focos de risco sistêmico.

O risco sistêmico pode advir de diversas fontes e está ligado, em essência, à atividade exercida por grandes *players* financeiros, os quais podem ser afetados por efeitos financeiros intensos, até então, institucionalmente imprevistos, gerando problemas efetivos de liquidez ou de solvência ao sistema financeiro como um todo.

²⁶¹ Diz-se desregulação mas, a rigor, as ideias se voltavam à minimização do papel do Estado na economia, tido por ineficiente. Nesse sentido, Joseph Stiglitz destaca o seguinte: “Durante 25 anos, prevaleceram certas doutrinas do mercado livre: os mercados livres e desregulados são eficientes; os erros que possam cometer são rapidamente corrigidos por eles próprios. O melhor governo é o menor governo; e a regulação só faz dificultar a inovação. Os Bancos Centrais devem ser independentes e concentrar-se apenas em manter baixa a inflação. Hoje, até Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve Board, o Banco Central americano, sumo pontífice dessa ideologia durante o período em que esses pontos de vista predominavam, admite que havia uma falha nesse raciocínio” (STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 10-11).

²⁶² Veja-se a opinião de Martin Wolf sobre a questão, *in verbis*: “A crença em que a intervenção do governo melhora a situação depende de como se equilibram as falhas do sistema financeiro, de um lado, com os problemas oriundos da intervenção do governo, de outro” (WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 22). Como ressalta Joseph Stiglitz, “Um ‘Estado babá’ pode corroer os incentivos, inclusive os incentivos aos riscos e à inovação” (STIGLITZ, Joseph E. *Op. Cit.*, p. 289).

Ele pode surgir: (i) de atos de Estado, seja do Banco Central ou dos demais órgãos reguladores; (ii) do próprio sistema financeiro, sobretudo de instituições sistemicamente importantes; (iii) assim como de circunstâncias alheias a estratégias regulatórias, como, por exemplo, acidentes naturais ou ataques terroristas.^{263 264}

Não obstante, quanto ao ponto, serão tratadas as questões pertinentes à regulação financeira prudencial exercida no âmbito do sistema financeiro norte-americano, voltada à mensuração sistêmica dos riscos do mercado financeiro em si. Refiro-me aqui, basicamente, aos critérios técnicos de mensuração de riscos de crédito e de mercado estabelecidos em diretrizes normativas dos Acordos de Basiléia,²⁶⁵ com destaque para a aplicação das diretrizes de Basiléia II no período pré-crise de 2007.

Inicialmente, Basiléia I tinha por foco introduzir parâmetros básicos para uma análise técnica mais adequada de ponderação de riscos financeiros de crédito, aplicável às instituições financeiras bancárias, para fins de estabelecimento de capital mínimo regulatório, respeitados limites de alavancagem.

A grande crítica que se fazia à Basiléia I dizia respeito à rigidez dos critérios de mensuração dos riscos de crédito, o que consistia em fator impeditivo a estratégias mais flexíveis de empréstimos de prazo mais longo, portanto, mais arriscadas.

Posteriormente, Basiléia II efetuou, a título de aperfeiçoamento das diretrizes iniciais, uma reformulação dos critérios de requerimento de capital mínimo regulatório, com vistas a permitir que os métodos de controle de riscos de crédito, operacionais e de mercado – não só de crédito, portanto - fossem: (i) estabelecidos, internamente, pelas

²⁶³ Uma boa definição de risco sistêmico é formulada por John Taylor, *in verbis*: “*Por definição, um risco sistêmico, no caso do sistema financeiro, é aquele que afeta o mesmo como um todo e, em consequência, a economia real, através dos efeitos de contágio e de reação em cadeia. O evento detonador desse impacto macroeconômico pode vir tanto do setor público – por exemplo, quando o Banco Central, subitamente, contrai a liquidez – como do sistema financeiro – em casos em que um grande banco privado vai à falência – ou ainda na forma de um fator exógeno – em situações em que um desastre natural ou um ataque terrorista paralisa o sistema de pagamentos*” (TAYLOR, John. *Risco sistêmico e papel do governo*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 20).

²⁶⁴ A rigor, a ideia de risco sistêmico é similar à figura do “cisne negro” de Nassim Taleb, enquanto evento altamente improvável, mas que causa imenso impacto ao ocorrer, cf. WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 14.

²⁶⁵ Segundo já consignado, os Acordos de Basiléia resultam de deliberações internacionais efetuadas pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basiléia no âmbito do Banco de Compensações Internacionais – BIS, com vistas a estabelecer, especificamente, diretrizes fundamentais ou princípios básicos de regulação financeira prudencial de riscos. Após acordos iniciais pouco abrangentes e informais efetuados ao longo da década de 1970 e 1980, editou-se Basiléia I, posteriormente modificado por Basiléia II. Em decorrência da crise de 2007, foi efetuado um aprimoramento à Basiléia II (2.5) e iniciada a implementação de Basiléia III. Maiores detalhes serão expostos a seguir.

próprias instituições financeiras, sendo a adequação do capital regulatório sujeita à supervisão do órgão regulador responsável; ou (ii) definidos os métodos internos de mensuração de riscos de acordo com critérios básicos de adequação de capital previamente estabelecidos pela autoridade de supervisão financeira.

Em termos práticos, os riscos patrimoniais das instituições financeiras são medidos por métodos quantitativos de análise de risco financeiro uniformes aos participantes do sistema,²⁶⁶ notadamente o VaR (Valor em Risco) e o Teste de Estresse,²⁶⁷ que utilizam uma infraestrutura de tecnologia da informação para avaliar a qualidade ponderada dos ativos financeiros segundo os respectivos riscos, a fim de diagnosticar o nível de hígidez financeira patrimonial-contábil da instituição financeira.

A rigor, “*toda instituição deveria estabelecer um nível de perda com o qual se sente confortável em situações ‘normais’ (VaR) e em estresse (teste de estresse)*”²⁶⁸ e, na hipótese de ultrapassar tal nível, a instituição deve reduzir suas exposições financeiras (alavancagem, principalmente), firmar proteções financeiras ou aumentar o seu capital próprio.²⁶⁹

Pois bem, Basiléia II estava alicerçado em três pilares. O Pilar I obrigava a observância de um capital regulatório mínimo, o qual é exigido para a proteção em relação aos riscos de crédito, de mercado e operacional,²⁷⁰ mediante métodos de cálculo

²⁶⁶ Decorrência importante da uniformidade é que uma inconsistência mais grave de método técnico atinge todos os agentes financeiros devido à tendência a padronizações na atividade de mensuração dos riscos. A título exemplificativo, se todos apostam no crescimento de valor de mercado dos ativos e se todos apostam na manutenção de baixas taxas de juros como aconteceu, todos e, em último grau, o sistema, ficam em situação crítica.

²⁶⁷ Conforme Alexandre Lowenkron: “*as principais ferramentas quantitativas disponíveis na indústria financeira para se monitorar o risco financeiro são o VaR (Valor em Risco) e o Teste de Estresse. Essas métricas, hoje tão populares entre os profissionais, surgiram apenas em meados da década de 1990, após uma série de desastres financeiros*” (LOWENKRON, Alexandre. *As falhas nos modelos de gestão de risco durante a crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 126).

²⁶⁸ LOWENKRON, Alexandre. *Op. Cit.*, p. 128.

²⁶⁹ *Ibid.*, p. 128.

²⁷⁰ Uma das principais críticas ao Pilar I de Basiléia II é a utilização da marcação a mercado para fins de definição do capital regulatório exigível, o que teria caráter procíclico, cf. LOYOLA, Gustavo. *O futuro da regulação financeira*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 75.

baseados na razão entre o capital próprio²⁷¹ e a qualidade dos ativos ponderados pelo risco, estabelecida a alavancagem máxima do patrimônio líquido em 8%, o que permite uma alavancagem de ativos, ajustados pelos riscos, em 12,5 vezes.

O Pilar II destina-se à verificação da adequação do capital regulatório da instituição financeira bancária. Tal propósito consiste, basicamente, na verificação dos métodos internos de controle de avaliação de riscos escolhidos pelos bancos para haver a determinação de aporte de capital adicional pelo órgão regulatório supervisor, se for o caso. Por fim, o Pilar III estabelece a disciplina de transparência de informações e a padronização dos métodos e procedimentos contábeis.²⁷²

Assim sendo, o Pilar II de Basiléia II consistia em estratégia regulatória flexibilizadora interessante para as instituições financeiras bancárias, pois representava um estímulo à gestão financeira de suas operações adaptado ao seu perfil de atuação. Em outras palavras, deu-se “*liberdade para os bancos gerarem seus próprios modelos de cálculo de risco, adequando-se às particularidades de suas operações, seguindo apenas alguns princípios básicos de cálculo prudencial de riscos assumidos*”.²⁷³

Entretanto, as autoridades reguladoras norte-americanas, aparentemente, foram brandas no exercício da supervisão prudencial sobre os métodos internos de avaliação de riscos financeiros. O grande exemplo dessa assertiva é o próprio processo de securitização de recebíveis imobiliários, que inclui o segmento *subprime*.

Segundo André Morandi e Márcio Gold Firmo, Basiléia II havia dedicado seção específica para as operações de securitização. Considerada a natureza do processo de securitização, no qual há uma transferência do risco de crédito do banco para outros

²⁷¹ O Pilar I compreende o nível I e nível II. O nível I é composto, principalmente, do capital social, reservas de capital e reservas de lucros. O nível II é integrado por outras rubricas contábeis, tais como reservas de reavaliação e para contingências, por exemplo.

²⁷² Pertinente é transcrever a síntese a seguir, *in verbis*: “*Basiléia II tem implicações para a indústria financeira como um todo, tanto para as agências classificadoras de risco, como para os órgãos de regulação bancária, e foi concebido como sendo suportado por três pilares. No Pilar I, os bancos devem observar um requerimento mínimo de capital, calculado através de uma razão entre o capital (Nível I) e os ativos ponderados pelo risco. O Pilar I descreve as diferentes abordagens que podem ser usadas para calcular os ativos ponderados pelo risco. O Pilar II requer a demonstração da adequação do capital, através da utilização de parâmetros do sistema de classificação de risco interno, e o Pilar III está relacionado ao processo de avaliação pela supervisão do órgão regulador*” (GUIMARÃES, André Luiz de Souza; LIMA, Jorge Cláudio Calvalcante de Oliveira. *Avaliação do risco de crédito no Brasil*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação*: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 207).

²⁷³ MORANDI, André; FIRMO, Márcio Gold. *Regulação: errada, incompleta ou não aplicada?* In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação*: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 31.

investidores, que permite, em tese, o abatimento da exposição sobre a qual se calcula o capital regulatório mínimo, a autoridade reguladora deveria considerar a essência econômica do processo e não, meramente, os seus aspectos formais.²⁷⁴ Essa é a regra extraída do Parágrafo 538 de Basiléia II.²⁷⁵

Ademais, quando o banco fornece alguma forma de suporte implícito à securitização, seu capital regulatório dessa instituição financeira bancária deve ser ajustado como se os créditos que constituem o objeto do processo de securitização não tivessem sido securitizados. Essa é a regra extraída do Parágrafo 564 de Basiléia II.²⁷⁶

Aparentemente, duas regras inobservadas e um efeito devastador: a transferência dos riscos financeiros criados no âmbito do setor bancário tradicional ao *shadow banking system*, intaurando-se um caso notório de arbitragem regulatória.

Dito de outro modo, a transmissão dos riscos financeiros das instituições financeiras bancárias ao setor financeiro não-bancário, além de estimular um *shadow banking system* alavancado sem restrições regulatórias prudenciais significativas, permitia uma exposição maior das próprias estruturas bancárias, já que os riscos criados e transmitidos não mais integravam seus ativos, o que liberava capital regulatório para outras operações financeiras.

A consumação desse processo era reforçado pela concessão de linhas de liquidez dos bancos fora de seus balanços (*off-balance sheet*) a instituições financeiras não-bancárias, inclusive as criadas por eles mesmos, tais como os Veículos Especiais de Investimento ou os Veículos de Propósito Específico (SIVs/SPVs), para comprar os próprios créditos securitizados, sem alocar, frise-se, capital regulatório. Com a eclosão da crise de 2007, diante dos prejuízos gerados, todo o risco transmitido, evidentemente, refletiu no sistema bancário.

²⁷⁴ MORANDI, André; FIRMO, Márcio Gold. *Op. Cit.*, p. 36.

²⁷⁵ A regra é a seguinte, *in verbis*: “Uma vez que securitizações podem ser estruturadas de diferentes maneiras, o tratamento do capital para uma exposição securitizada deve ser estabelecido com base em sua essência econômica, e não com base nos aspectos formais. Analogamente, os supervisores bancários atentarão para a essência econômica de uma transação para determinar se ela deve estar sujeita aos requisitos regulatórios aplicáveis às securitizações, com vistas ao cálculo do capital regulatório”, cf. MORANDI, André; FIRMO, Márcio Gold. *Op. Cit.*, p. 37.

²⁷⁶ Transcreve-se a regra, *in verbis*: “Parágrafo 564: “Quando um banco oferece suporte implícito a uma securitização, deve, no mínimo, guardar capital para lastrear todas as exposições associadas com a securitização como se elas não tivessem sido securitizadas (...). Ademais, o banco é obrigado a dar transparência quanto (a) ao seu comprometimento de dar suporte não contratual e (b) ao capital que deve alocar ao fazê-lo”, cf. MORANDI, André; FIRMO, Márcio Gold. *Op. Cit.*, p. 37.

Outro aspecto de leniência regulatória diz respeito às metodologias internas de cálculo do risco. Com efeito, além de desconsiderar a excessiva concentração de riscos relativos a exposições em um mesmo setor, qual seja, o de recebíveis imobiliários, principalmente do segmento *subprime*, sem prejuízo da complexidade derivada da falta de padronização dos ABSs ou CDOs, os modelos de mensuração de risco foram concebidos conforme a lógica da “marcação a mercado”,²⁷⁷ bem como aferida a qualidade dos ativos segundo *ratings* destoantes da realidade econômica.²⁷⁸ Por fim, os Testes de Estresse, razoavelmente eficientes para fins de avaliar riscos imediatos de liquidez, foram ignorados.²⁷⁹

Especificamente quanto aos *ratings* dos ativos financeiros, nota-se como a regulação financeira prudencial é importante e a função exercida pelas agências de classificação de risco não pode ser imune a qualquer responsabilização. A mera atribuição de notas AAA (*Standard & Poors* e *Fitch*) ou Aaa (*Moody's*) a diversos ativos financeiros de baixa qualidade deu ensejo a uma base informacional equivocada que, a despeito disso, alimentou os modelos econômicos de mensuração de riscos.

Instaurada a crise de 2007, o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS), em colaboração com outras instâncias internacionais, tem trabalhado para reformular os padrões de regulação financeira prudencial.

A tendência clara nessas instâncias, além de corrigir incentivos distorcidos, aumentar a transparência dos processos financeiros e monitorar cenários de arbitragem regulatória, é a de criar estratégias anticíclicas nos momentos de conjuntura econômica mais favorável ou de ciclo de expansão de crédito para futura proteção em situações de retração econômica, inclusive para exigir capital regulatório de forma adequada, com a imposição de maiores restrições às instituições financeiras sistemicamente importantes

²⁷⁷ Marcação a mercado é um termo que designa a mensuração da posição de algum agente financeiro segundo o valor de mercado de seus ativos. Não se leva em consideração o valor de aquisição, valores históricos ou valor patrimonial, por exemplo. A marcação a mercado é importante por consistir em medida transparente e atual de valor, conforme a demanda e a liquidez do ativo financeiro no mercado. No entanto, em determinadas circunstâncias ou cenários de superestimação de preços de ativos, sua consideração isolada pode ser inadequada, além da possibilidade de que cenários de intenso estresse financeiro provoquem a alienação imediata de posições financeiras no mercado em valores relativamente mais baixos.

²⁷⁸ O ideal é que *ratings* considerem a probabilidade de inadimplemento baseado em dados de longo prazo (média de *default* no longo prazo), cf. MORANDI, André; FIRMO, Márcio Gold. *Op. Cit.*, p. 34.

²⁷⁹ Em momento posterior à crise, o próprio Alan Greenspan reconheceu, publicamente, as limitações dos modelos econométricos de risco em captar os diversos movimentos reais da economia globalizada, cf. SHILLER, Robert J. *Op. Cit.*, p. 38.

no âmbito doméstico e internacional, assim como a modulação inversa da quantidade desse capital segundo o ciclo de crédito²⁸⁰.

No entanto, nada disso servirá à estabilidade financeira caso não haja o efetivo comprometimento dos reguladores financeiros.

1.5 Entre virtudes e progressos regulatórios: uma apresentação da regulação financeira sistêmica brasileira contemporânea em evolução.

Nenhum país poderia ficar imune a uma grave crise financeira oriunda dos Estados Unidos da América, maior economia mundial, em tempos de intensa globalização financeira internacional. Mas o Brasil saiu-se bem. Por quê? A resposta pode ser dada pela conjunção de diversas atitudes políticas, regulatórias e técnicas implementadas nas últimas décadas no país em todas as etapas de regulação financeira sistêmica,²⁸¹ aliadas a fatores conjunturais próprios da realidade econômica brasileira.

O Brasil, uma economia razoavelmente aberta em termos comerciais, acumulou atitudes institucionais de grande relevância no âmbito macroeconômico, dentre as quais: (i) a já citada adoção de um sistema público de metas de médio prazo para a inflação logo após a execução do Plano Real (estabilidade monetária), com autonomia operacional, embora sem amparo legal, ao Banco Central do Brasil, do que resultou na manutenção de um ambiente de razoável estabilidade monetária; (ii) um regime cambial flutuante, reforçado pelo acúmulo de reservas internacionais em valores superiores à dívida externa brasileira (estabilidade cambial); e (iii) a instituição do dever de responsabilidade fiscal e gestão sustentável da dívida pública que, atualmente, é predominantemente interna (estabilidade fiscal e orçamentária).

É evidente que essas balizas se comunicam, mas o essencial é afirmar, no presente momento, que o compromisso institucional conjunto dessas três balizas ainda constituem o lastro da credibilidade interna e externa ao país.

²⁸⁰ Essa última sugestão é feita no seguinte artigo: MESQUITA, Mário Magalhães Carvalho; TORÓS, Mário. *Gestão do Banco Central no pânico de 2008*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação*: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 200.

²⁸¹ Rosa Maria Lastra aponta quatro estágios ou fases de regulação financeira sistêmica, a saber: (i) autorização, (ii) fiscalização, (iii) punição e (iv) administração de crises, cf. LASTRA, Rosa Maria. *Banco Central e regulamentação bancária*. Belo Horizonte: Livraria Del Rey, 2000, p. 90. O aspecto punitivo não será diretamente abordado na presente dissertação.

Além disso, durante muito tempo percebeu-se uma atuação política relativamente contida de segmentos políticos e grupos de interesse no âmbito do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil²⁸², o que se pode atribuir, em certa medida, ao sucesso das políticas regulatórias. O conservadorismo e o tecnicismo da política regulatória no âmbito financeiro brasileiro parecem ser o motivo de sucesso do país, muito embora o Banco Central do Brasil não possua autonomia operacional prevista em lei até hoje.

Em termos regulatórios, a postura institucional brasileira é digna de elogios nos últimos anos, mas a atuação foi extremamente facilitada pelos seguintes aspectos circunstanciais: (i) as teorias puras de desregulação econômica sempre foram muito contestadas por aqui; (ii) o sistema financeiro brasileiro, hoje, tem um baixo grau de internacionalização se comparado com os principais países mundiais, o que diminuiu sua exposição a riscos macroeconômicos externos; (iii) o desenho institucional da regulação financeira sistêmica brasileira, centralizado, em termos regulatórios, no Conselho Monetário Nacional, tem amplo alcance regulatório e está alicerçado no protagonismo da regulação de riscos sistêmicos efetuada pelo Banco Central do Brasil quanto ao monitoramento da solvência e liquidez dos conglomerados financeiros; e (iv) a exigência regulatória específica da realidade brasileira em exigir percentuais altos de depósitos compulsórios, que, dentre outras medidas tomadas pelo Estado brasileiro, viabilizou um importante mecanismo de liquidez nos momentos mais intensos da crise, já que os efeitos internacionais da última crise mundial no Brasil afetaram, basicamente, a liquidez do sistema financeiro brasileiro. Por fim, não há um *shadow banking system* significativo no país.

²⁸² A aceleração da expansão do crédito no sistema financeiro nacional nos últimos anos, induzida pelos bancos públicos e pelo BNDES, evidencia um movimento político forte de intervenção do Estado brasileiro no funcionamento do mercado financeiro. Tal tendência, oriunda, principalmente, de decisões tomadas no âmbito do Ministério da Fazenda, tem gerado alguns questionamentos públicos, sobretudo porque a expansão descontrolada do crédito é apta a: (i) pressionar a inflação; (ii) concentrar renda, pois a maioria da população brasileira não tem sequer acesso ao sistema bancário; (iii) aumentar a dívida pública, na medida em que a aludida expansão é viabilizada, financeiramente, pela captação de recursos públicos; e (iv) acentuar a concentração econômica de mercado dos bancos públicos, o que representa um aumento sistêmico de incentivos ao *lobby* político para o acesso privilegiado aos financiamentos públicos. Por outro lado, são circunstâncias atenuantes aos efeitos dessa política de expansão pública de crédito o fato de que as diretrizes normativas de regulação sistêmica de riscos financeiros no Brasil se aplicam, isonomicamente, em relação a bancos públicos e privados, sem prejuízo da gestão orçamentária e de endividamento público federal encontrar-se ainda razoavelmente equilibrada. Por fim, parece evidente que o Poder Executivo central tem influenciado as decisões do COPOM sobre a meta da taxa SELIC, haja vista diversas declarações públicas feitas pela atual Presidente da República e o Ministro da Fazenda sobre a execução da política monetária do país.

Não obstante, a estrutura do setor financeiro brasileiro está consolidada. Após passar por um intensa reestruturação de mercado (PROER e PROES) e haver a entrada de bancos estrangeiros a partir da década de 1990, o sistema bancário apresenta sinais claros de estabilidade sistêmica, o que se evidencia do fato de que as intervenções efetuadas pelo Banco Central do Brasil no mercado, nos últimos anos, ocorreram somente em instituições de menor porte, sem quaisquer impactos sistêmicos.²⁸³

Concomitantemente, o Brasil aderiu às diretrizes normativas internacionais de regulação financeira prudencial (Acordos de Basiléia) e as segue até hoje de forma tempestiva, juntamente com uma relativa aderência aos *Core Principles* para uma regulação prudencial eficaz, também editados pelo Comitê de Supervisão Bancária da Basiléia (BCBS) no âmbito do BIS.

Digno de realce é a criação, no início da década de 2000, do novo Sistema de Pagamentos (SPB), que trouxe segurança e transparência à negociação de ativos financeiros no país mediante a criação de um infraestrutura adequada de mercados financeiros para a concretização de transações e pagamentos, que também segue diretrizes regulatórias internacionais, editadas, principalmente, pelo Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações (CPSS) do BIS, em parceria regulatória com a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

Resumidamente, o SPB constitui um sistema de regulação de infraestrutura de mercados financeiros voltado a coordenar a atuação dos agentes financeiros em ambientes transparentes de compensação multilateral de obrigações,²⁸⁴ notadamente para a uniformização de regras prudenciais de negociação de ativos financeiros e valores mobiliários em câmaras e para prestadores de serviços de compensação e liquidação onde há: (i) movimentações interbancárias (ii) ou, pelo menos, três participantes diretos para fins de liquidação, dentre instituições financeiras ou demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.²⁸⁵

²⁸³ Também contribuíram para o fortalecimento da higidez patrimonial dos conglomerados financeiros brasileiros as edições das seguintes leis: (i) Lei n° 9.514, de 1997, instituidora de um “Sistema Financeiro Imobiliário”, que disciplinou e fortaleceu os mecanismos de financiamento imobiliário no país; (ii) Lei n° 10.931, de 2004, reguladora da disciplina do patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias e das regras de emissão de Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário e Cédula de Crédito Bancário; e (iii) Lei n° 11.101, de 2005 (Nova Lei de Falências), que fortaleceu, principalmente, a recuperação de créditos financeiros com garantia real.

²⁸⁴ Vide art. 3° da Lei n° 10.214, de 2001.

²⁸⁵ Vide art. 2° da Resolução n° 2.882 do Conselho Monetário Nacional, de 2001.

Antes da instituição do SPB, o Banco Central do Brasil sujeitava-se a uma posição vulnerável quanto a riscos decorrentes de inadimplementos de instituições por ele fiscalizadas no âmbito das estruturas dos mercados financeiros, notadamente quando tais inadimplementos adquiriam algum potencial para gerar problemas de liquidez ou solvência sistêmica.

Sendo assim, a lógica básica do SPB é impor controles internos rígidos às câmaras e aos prestadores de serviços de compensação e de liquidação,²⁸⁶ nas quais as operações financeiras devem seguir a regra de Liquidação Bruta em Tempo Real (LBTR), ou seja, a concretização dessas operações somente é efetivada se houver saldo disponível para liquidação, em caráter incondicional, irrevogável e irretroatável, em câmaras de compensação bilateral ou multilateral (*clearings*) autorizadas a funcionar e reguladas pelo Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários, nas respectivas esferas de competência.²⁸⁷

Quando o Banco Central do Brasil é liquidante de sistema de pagamentos, a adoção da LBTR é obrigatória.²⁸⁸ Nos termos do art. 4º da Lei nº 10.214, de 2001, a BM&F Bovespa S.A atua como contraparte central (*clearing house*) no Brasil.

Pois bem. Sem prejuízo dos bons resultados de autorregulação e regulação pública não estatal financeira no âmbito do mercado de capitais,²⁸⁹ dentre diversas medidas regulatórias relacionadas ao funcionamento das instituições financeiras, destacam-se as seguintes: (i) imposição de limites de alavancagem bancária, para fins de definição de capital regulatório, em nível superior ao nível internacionalmente definido pelas regras de Basileia (11% ao invés de 8%), o que facilitará, por certo, o atual processo de implementação dos critérios técnicos mais rígidos de “Basileia III”,²⁹⁰ (ii)

²⁸⁶ Vide art. 8º da Resolução nº 2.882 do Conselho Monetário Nacional, de 2001.

²⁸⁷ Vide art. 6º e 11 da Resolução nº 2.882 do Conselho Monetário Nacional, de 2001.

²⁸⁸ Vide art. 9º da Resolução nº 2.882 do Conselho Monetário Nacional, de 2001. Bons exemplos quanto à adoção da LBTR ocorrem na gestão do Banco Central do Brasil sobre o Sistema de Transferência de Reservas (STR) e no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC). Quanto ao assunto, também é digna de menção a criação da Central de Cessões de Crédito (C3) no âmbito do SPB, destinada a permitir o controle sobre operações de cessão de créditos e de arrendamento mercantil, nos termos da Resolução nº 3.998 do Conselho Monetário Nacional, de 2011.

²⁸⁹ Refiro-me, quanto ao tema, ao papel desempenhado pela Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), BVM&F Bovespa S.A. e CETIP S.A. nas estruturas regulatórias dos mercados financeiros, com enfoque na realidade brasileira, o que será analisado, com maior profundidade, no Capítulo 3.

²⁹⁰ O percentual de 11% foi estabelecido pela Circular nº 2.784 do Banco Central do Brasil, de 1997, posteriormente revogada pela Circular nº 3.360 do Banco Central do Brasil, de 2007, que, por sua vez,

criação de um ambiente informacional centralizador dos riscos sistêmicos de créditos ou Sistema de Risco de Crédito, a fim de facilitar a supervisão (SCR, antigo CRC);²⁹¹ (iii) instituição de regulação financeira baseada em estruturas de conglomerados financeiros, além do monitoramento de risco sistêmico fora de estruturas bancárias com base em diretrizes de supervisão regulatória consolidada;²⁹² (iii) segregação da administração de atividades bancárias das de gestão de investimento de recursos de terceiros, com desvinculação estrutural (*Chinese Walls*);²⁹³ (iv) imposições voltadas ao desenvolvimento de auditorias internas, *disclosure* e de cumprimento de normas pelas instituições supervisionadas;²⁹⁴ (v) adoção da prática de audiências públicas prévias à edição de normas mais importantes; (vi) regulação sistêmica quanto à supervisão da transferência de riscos de crédito a intermediários financeiros não bancários; (vii) vedação à criação de instrumentos financeiros exóticos e não padronizados, com a exigência, em especial, do registro dos contratos de derivativos em câmaras autorizadas a funcionar pelos órgãos reguladores para a sua validade jurídica;²⁹⁵ e (viii) inexistência de derivativos para seguros de créditos no Brasil.

Além disso, atualmente, conta-se com o Fundo Garantidor de Créditos (FGC). A ideia de constituição de um fundo de seguro de depósitos no Brasil, inserido na rede de

será revogada, a partir de 1º de outubro de 2013, pela Circular nº 3.644 do Banco Central do Brasil, de 2013, no contexto de implementação regulatória de “Basileia III”.

²⁹¹ Vide a atual Resolução nº 3.658 do Conselho Monetário Nacional, de 2008, complementada pela Circular nº 3.567 do Banco Central do Brasil, de 2011.

²⁹² Vide, principalmente, a Resolução nº 2.723 do Conselho Monetário Nacional, de 2000.

²⁹³ Vide, originariamente, a Resolução nº 2.451 do Conselho Monetário Nacional, de 1997.

²⁹⁴ Vide as mudanças regulatórias iniciadas pela Resolução nº 2.554 do Conselho Monetário Nacional, de 1998.

²⁹⁵ Nesse sentido, é importante citar a Lei nº 12.543, de 2011, que, não obstante ter autorizado o Conselho Monetário Nacional a estabelecer condições de negociação de contratos derivativos, alterou o §4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, para prescrever a necessidade de registro de contratos de derivativos em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, liquidação e registro autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, sob pena de nulidade contratual. Anteriormente, a Comissão de Valores Mobiliários havia editado a Instrução nº 467, de 2008, destinada a estabelecer diretrizes regulatórias sobre a “aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários”, complementada pela Instrução nº 486, de 2010, que permitiu a criação de “mecanismos de compartilhamento de informações sobre operações com contratos derivativos negociados ou registrados em seus sistemas”. Assim, essa última Instrução deu fundamento regulatório à constituição da Central de Exposição a Derivativos (CED), de iniciativa e gestão pela BM&F Bovespa S.A., CETIP S.A. e FEBRABAN, em parceria com a ANBIMA, com aval regulatório. Fonte: <http://www.centralderivativos.org.br/quemsomos.html>. Acesso em 01.08.2013.

proteção do sistema financeiro,²⁹⁶ é relativamente recente²⁹⁷ e, inclusive, constou do texto da Constituição brasileira de 1988.²⁹⁸ Em 1995, aprovou-se a constituição do FGC,²⁹⁹ bem como o seu Estatuto e Regulamento,³⁰⁰ que, hoje, estão consolidados nos Anexos I e II da Resolução nº 4.087 e 4.222 do Conselho Monetário Nacional, de 2012 e 2013, respectivamente, nos termos do art. 28 da Lei Complementar nº 101, de 2000.³⁰¹

No Brasil, o FGC, embora seja associação sem fins lucrativos cujos recursos advêm de contribuições privadas das instituições associadas, é de adesão compulsória e tem por objetivo básico garantir depósitos de poupadores e investidores³⁰² na hipótese de decretação de regimes interventivos pelo Banco Central do Brasil, bem como servir

²⁹⁶ Os maiores incentivos políticos à instituição de um fundo de seguro de depósitos, como elemento importante da rede de proteção do sistema financeiro, é evitar corridas bancárias e o uso de recursos públicos em situações de crise. Conforme expõe Rosa Maria Lastra, “A outorga da ‘ajuda estatal’ (ou seja, recursos provenientes de forma direta ou indireta do governo) em pacotes de ajuda é controvertida. De um lado, o delicado equilíbrio entre os interesses dos contribuintes e os interesses dos depositantes, bem como os interesses de outros bancos credores e acionistas, do outro lado, necessitam ser abordados” (LASTRA, Rosa Maria. *Op. Cit.*, p. 111). Não obstante, há outras vantagens importantes, tais como: (i) o estímulo à competição, eis que instituições financeiras menores estão igualmente incluídas no fundo e (ii) o aumento sistêmico gerado de confiança institucional. Por outro lado, não se pode ignorar o risco moral presente na instituição de seguros de depósito, na medida em que a proteção gerada cria algum nível de incentivo sistêmico a uma maior assunção de riscos financeiros, cf. SADDI, Jairo. *Op. Cit.*, p. 53-54.

²⁹⁷ A primeira iniciativa oficial de criação de um fundo com essa natureza estava disposta na Resolução nº 1.099 do Conselho Monetário Nacional, de 1986, mas o fundo não foi criado à época. O modelo institucional de referência histórica é o do *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), criado nos Estados Unidos da América pelo *Glass-Steagall Act* de 1933 como instituição responsável pela gestão de recursos financeiros destinados à proteção dos pequenos poupadores e investidores. Nos Estados Unidos da América, o FDIC é “*independent agency*” e seus recursos financeiros originam-se de contribuições das instituições financeiras privadas associadas.

²⁹⁸ Conforme o texto originário do inciso VI do art. 192 da Constituição brasileira de 1988, revogado pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003, lei complementar do sistema financeiro nacional disporia sobre “a criação de fundo ou seguro, com o objetivo de proteger a economia popular, garantindo créditos, aplicações e depósitos até determinado valor, vedada a participação de recursos da União”.

²⁹⁹ Vide Resolução nº 2.197 do Conselho Monetário Nacional, de 1995.

³⁰⁰ Vide Resolução nº 2.211 do Conselho Monetário Nacional, de 1995.

³⁰¹ Vedada, em regra, a utilização de recursos públicos para socorrer instituições do Sistema Financeiro Nacional (*bailout*), nos termos do §1º do art. 28 da lei mencionada, a gestão de riscos e os casos de insolvência financeira nesse âmbito serão objeto de fundos e/ou outros mecanismos constituídos pelas instituições do Sistema Financeiro Nacional, na forma da legislação.

³⁰² Atualmente, a garantia ordinária proporcionada pelo FGC é de R\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais) e a garantia especial (DPGE) no valor máximo de R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), nos termos da recente Resolução nº 4.222 do Conselho Monetário Nacional, de 2013.

como mecanismo *ex ante* de acesso à liquidez e suporte financeiro, nos termos do seu Estatuto e Regulamento.³⁰³

Dessa forma, atua o FGC como mecanismo institucional de proteção à higidez do sistema financeiro nacional, provendo segurança aos pequenos depositantes e investidores, sendo, ao mesmo tempo, um importante canal de apoio no sentido da disponibilização de recursos financeiros privados às instituições associadas em determinadas circunstâncias mais sensíveis.

De modo geral, a regulação financeira sistêmica de saída ou o regime jurídico de resolução bancária no Brasil³⁰⁴, a despeito da falta de sistematização legal³⁰⁵, tem dado alguma sustentação jurídica ao propósito básico de priorização de soluções de mercado em casos de insolvência de instituições financeiras bancárias,³⁰⁶ ou, em último caso, fundamentado a decretação de intervenções pelo Banco Central do Brasil,³⁰⁷ com

³⁰³ Em síntese, pode-se dizer que “o sistema brasileiro pode ser explicado pelas seguintes características, plenamente auto-explicativas, quais sejam: proteção explícita, adesão compulsória, cobertura limitada, origens dos recursos arrecadados *ex ante* e utilização exclusiva de recursos privados com gestão igualmente privada” (SADDI, Jairo. *Op. Cit.*, p. 139).

³⁰⁴ A propósito, vale transcrever o seguinte trecho doutrinário, *in verbis*: “Conforme assinalam Bovenzi e Muldoon, existem quatro maneiras de solucionar quebras bancárias geradoras de crises, sendo a mais utilizada a liquidação (na terminologia original, *payoff resolution*). Segundo esses autores, as outras três são fusão e cisão (modelo de compra e assunção, ou *purchase and assumption*); transferências ou empréstimos governamentais (modelo da assistência bancária aberta, ou *open-bank assistance*) e controle governamental (modelo do ‘banco-ponte’, ou *bridge bank*)” (SADDI, Jairo. *Op. Cit.*, p. 231).

³⁰⁵ A falta de sistematização legal compromete, principalmente, a segurança jurídica na regulação financeira sistêmica de saída. A propósito, insuficiências legais têm sido supridas por Resoluções do Conselho Monetário Nacional, notadamente a de nº 4.019, de 2011, que institui medidas prudenciais preventivas. Nada obstante, há notícia de que o Banco Central do Brasil finalizou a redação de anteprojeto de Lei de Resolução Bancária no corrente ano, a ser apresentado ao Congresso Nacional. Fonte: <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/tombini-anteprojeto-de-resolucao-bancaria-esta-pronto>. Acesso em 09.08.2013.

³⁰⁶ Vide, principalmente, os arts. 5º e 6º da Lei nº 9.447, de 1997, que permitem o uso de mecanismos preventivos de saneamento bancário ou estratégias flexíveis de resolução bancária. Tais dispositivos, viabilizam, por exemplo, a possibilidade de aplicação do conhecido modelo “*good bank – bad bank*”, a partir do qual se viabiliza o repasse ou cessão de ativos e passivos dessa instituição insolvente a uma instituição financeira saudável, que efetua um pagamento pela aquisição (“ágio”), com a reversão desse valor pago à massa em liquidação, representativa da outra parte do patrimônio que foi segregada com ativos e passivos de difícil liquidação ou de pior qualidade, sem pagamento direto a acionistas em todo o processo, preferencialmente, evitando-se crises sistêmicas e restringindo os prejuízos decorrentes da insolvência à esfera patrimonial privada dos acionistas, cf. FRANCO, Gustavo; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *A crise bancária norte-americana: algumas lições da experiência brasileira*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 164.

³⁰⁷ Embora a legislação preveja a hipótese de reversão da decretação do regime especial, com o retorno da instituição que sofreu a intervenção ao mercado, isso é praticamente impossível tendo em vista a quebra de confiança dos demais participantes na capacidade de gestão financeira-patrimonial dessa instituição.

poderes de instituição de regimes especiais e imputação de responsabilização administrativa³⁰⁸ e civil-patrimonial ilimitada de controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal pelos prejuízos causados pelas instituições financeiras aos seus credores, nos termos da Lei nº 6.024, de 1974, e Decreto-Lei nº 2.321, de 1987, o que reduz, intensamente, os incentivos à assunção de riscos excessivos.³⁰⁹

No contexto conjuntural pós-crise mundial, há fatos adicionais dignos de menção. Com vistas a fortalecer mecanismos eficientes de liquidez aos agentes do sistema financeiro brasileiro, foi editada a Lei nº 11.882, de 2008,³¹⁰ cujo objetivo principal foi o de facilitar as garantias sobre de operações de redesconto³¹¹ em moeda nacional ou em moeda estrangeira, a partir de diretrizes normativas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional,³¹² sem prejuízo de apresentação trimestral de Relatório de acompanhamento dos resultados das medidas ao Congresso Nacional, nos termos do §§ 6º, 7º e 9º do art. 1º da Lei nº 11.882, de 2008.³¹³

³⁰⁸ Atualmente, o auditor externo também pode ser responsabilizado administrativamente, com fundamento principal nos arts. 3º e 7º, I, da Lei nº 9.447, de 1997.

³⁰⁹ Cf. FRANCO, Gustavo; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *Op. Cit.*, p. 158. Segundo interpretação sistemática dos arts. 39 e 40 da Lei nº 6.024, de 1974, art. 15 do Decreto-Lei nº 2.321, de 1987, e art. 1º da Lei nº 9.447, de 1997, há responsabilidade solidária dos controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal pelos prejuízos causados pela instituição submetida ao regime especial, o que dá ensejo, concomitantemente, à decretação de indisponibilidade dos seus bens pessoais (v. art. 36 da Lei nº 6.024, de 1974, e art. 2º da Lei nº 9.447, de 1997). Se posterior inquérito, instaurado no âmbito do Banco Central do Brasil, confirmar, em conclusão, a existência de prejuízos (art. 45 da Lei nº 6.024, de 1974), o Ministério Público Estadual adquire legitimidade ativa *ad causam* para propor “ação de responsabilidade” destinada ao ressarcimento dos prejuízos causados, nos termos do art. 46 da Lei nº 6.024, de 1974. Não obstante, cumpre ressaltar que a atribuição de responsabilidade objetiva de controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal é questão extremamente controversa, sobretudo porque o art. 15, *caput*, do Decreto-Lei nº 2.321, de 1987, prevê, expressamente, que a responsabilidade é “independentemente da apuração de dolo ou culpa”. Em relação ao tema, o histórico da legislação sobre o tema (Decreto-Lei nº 9.328, de 1946, Lei nº 1.808, de 1953, art. 42 da Lei nº 4.595, de 1964, Decreto nº 48, de 1966, Lei nº 6.024, de 1974, e, por fim, Decreto-Lei nº 2.321, de 1987) é confuso e prevalece, no âmbito da Terceira e Quarta Turmas do Superior Tribunal de Justiça, o entendimento de que a responsabilidade é subjetiva, desde o advento do seguinte precedente: STJ, Recurso Especial nº 447939, Relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, j. 04.10.2007, DJ 25.10.2007.

³¹⁰ Tal lei é resultado da conversão da Medida Provisória nº 442, de 2008, alterada pela Lei nº 12.058, de 2009, oriunda da conversão da Medida Provisória nº 462, de 2009.

³¹¹ Conforme já frisado, as operações de redesconto devem conter prazo máximo inferior a trezentos e sessenta dias, nos termos do §2º do art. 28 da Lei Complementar nº 101, de 2000.

³¹² O Conselho Monetário Nacional elaborou as Resoluções nº 3.622, 3.624 e 3.672, todas de 2008, para tratar do tema.

³¹³ Os referidos parágrafos possuem a seguinte redação, *in verbis*: “§ 6º O Banco Central do Brasil deverá encaminhar ao Congresso Nacional, até o último dia útil do mês subsequente de cada trimestre, relatório sobre as operações realizadas com base no disposto no inciso I do *caput* deste artigo, indicando, entre outras informações, o valor total trimestral e o acumulado no ano das operações de redesconto ou

Adicionalmente, nos termos do art. 6º da Lei nº 11.908, de 2009,³¹⁴ o Banco Central do Brasil foi autorizado a celebrar acordos de *swap* de moedas com Bancos Centrais de outros países, conforme diretrizes normativas do Conselho Monetário Nacional. Essa autorização legal deu ensejo, naquele contexto pós-crise, à Resolução nº 3.631, de 2008, viabilizadora de um acordo de *swap* cambial entre o Banco Central do Brasil e o *Federal Reserve Bank of New York*.³¹⁵

No que diz respeito à solvência sistêmica, percebem-se duas linhas estratégicas principais, quais sejam: (i) fortalecer o FGC; e (ii) permitir fusões e aquisições no sistema financeiro. Em relação ao FGC, o Conselho Monetário Nacional editou Resoluções voltadas ao aumento dos limites institucionais de cobertura e, ao mesmo tempo, o reforço patrimonial do fundo.³¹⁶

Quanto aos aspectos concorrenciais relativos ao sistema financeiro nacional, houve autorização legal explícita para que os bancos públicos federais, nos termos da Lei 11.908, de 2009, pudessem adquirir outras instituições financeiras, o que motivou diversas aquisições pelo Banco do Brasil S.A. ao longo dos últimos anos³¹⁷, sem

empréstimo realizadas, as condições financeiras médias aplicadas nessas operações, o valor total trimestral e acumulado anual de créditos adimplidos e inadimplidos, além de um demonstrativo do impacto dessas operações nos resultados daquele órgão. § 7º Na mesma reunião conjunta com as comissões temáticas pertinentes do Congresso Nacional, conforme previsto no §5º do art. 9º da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, o Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil, com base no relatório previsto no § 6º deste artigo, informará e debaterá sobre os valores agregados e a taxa média praticada nas operações de redesconto em reais. (...) § 9º Os recursos provenientes de empréstimos em moeda estrangeira concedidos pelo Banco Central do Brasil, na forma deste artigo, poderão ser repassados, no País, com cláusula de reajuste vinculado à variação cambial”.

³¹⁴ Tal lei é resultado da conversão da Medida Provisória nº 443, de 2008.

³¹⁵ Em 2013, com a Resolução nº 4.200 do Conselho Monetário Nacional, foram fixados os termos do acordo de *swap* cambial entre o Banco Central do Brasil e o Banco Popular da China. Dois dias depois, editou-se a Resolução nº 4.202, com o propósito geral de firmar diretrizes para a abertura e a manutenção, no Banco Central do Brasil, de contas de depósito em reais titularizadas por bancos centrais estrangeiros e destinadas à realização de operações de *swap* de moedas.

³¹⁶ Através das Resoluções nº 3.656, de 2008, e 3.692, de 2009, revogadas pela Resolução nº 4.087 do Conselho Monetário Nacional, de 2012, houve a instituição de um reforço patrimonial ao fundo, com a criação de um novo instrumento de proteção de depósitos a prazo chamado Garantia Especial de Depósitos a Prazo (DPGE), sem prejuízo da Resolução nº 4.222 do Conselho Monetário Nacional, de 2013, que aumentou de R\$70 mil para R\$250 mil o limite de garantia ordinária dos depósitos nas instituições associadas ao FGC, além da inclusão das Letras de Crédito do Agronegócio (LCA) entre os créditos garantidos.

³¹⁷ Pode-se destacar, quanto ao ponto, a aquisição do Banco Nossa Caixa, do Banco do Estado de Santa Catarina e do Banco Votorantim pelo Banco do Brasil em período curto de tempo.

embargo da aprovação administrativa, sem restrições, da operação societária que resultou no maior conglomerado financeiro do país: o “Itaú Unibanco”.³¹⁸

Por fim, cabe frisar que, em 2013, o Banco Central do Brasil criou o Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados (IVG-R), a fim de monitorar riscos sistêmicos relacionados ao crédito imobiliário, através do acompanhamento mais eficiente da evolução dos preços dos imóveis no longo prazo³¹⁹, além ter firmado, como já mencionado, um acordo de *swap* cambial (*swap facility agreement*) com o Banco Central chinês, com vistas a ampliar os mecanismos institucionais de liquidez internacional disponíveis.³²⁰

A implementação das diretrizes normativas de “Basileia III” está em andamento através das Resoluções de nº 4.192 a 4.195 do Conselho Monetário Nacional, todas de 2013, bem como novas diretrizes sobre arranjos de pagamento e instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), haja vista a edição da Medida Provisória nº 615, de 2013.³²¹

Em suma, o que se quer deixar consignado nesse momento é a afirmação importante de que a política define as estratégias regulatórias. Com efeito, embora estratégias regulatórias carreguem contornos de tecnicidade, ela só pode ser compreendida a partir dos diagnósticos políticos e das perspectivas macroeconômica e microeconômica amplas da realidade financeira de um país, em conjunto com uma compreensão adequada do funcionamento estrutural e comportamental nos mercados.

Os riscos com os quais lida o mercado financeiro têm origens principais. Há, a propósito, fatos recorrentes relacionados a questões políticas, comportamentais, econômicos e/ou técnicos que têm a aptidão de gerar crises financeiras, conforme se infere do caso do mercado imobiliário norte-americano *subprime*.

Assim, o mais importante é frisar, por ora, que o encanto gerado por ilusões causadas por promessas financeiras, cujos objetos, até então, eram reputados

³¹⁸ Tanto o Banco Central do Brasil quanto o Conselho Administrativo de Defesa Econômica não fizeram ressalvas à integridade da operação societária.

³¹⁹ Informação contida no Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil, referente ao segundo semestre de 2012, na página 45. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/htmls/estabilidade/2013_03/refP.pdf. Acesso em 03.04.2013.

³²⁰ Fonte: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/Presidente-do-BC-e-ministro-da-Fazenda-participam-da-assinatura-de-acordo-de-swap-com-a-China.aspx>. Acesso em 01.04.2013.

³²¹ Quanto às competências regulatórias do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil sobre arranjos e instituições de pagamento, ver, especialmente, os arts. 9º a 14 da aludida medida provisória.

impossíveis, sobretudo em mercados marginais, desfaz-se quando se percebe que há um custo a ser pago por alguém no futuro. Só restaria saber, então, nesse sentido, ao final, quem ganhará com as promessas e a quem serão destinados os custos, ou seja, se o formulador e/ou o beneficiado pela promessa financeira pagará o preço integral da sua decisão ou se esse também será repassado a terceiros ou à sociedade pelas vias monetárias, fiscais ou orçamentárias.

Uma estratégia regulatória sistêmica bem formulada e sustentável no âmbito financeiro pode evitar esse problema essencial, mas não é capaz de garantir a estabilidade financeira sustentável da sociedade brasileira ao longo do tempo se não conjugada com políticas institucionais democráticas que fortaleçam sua eficácia.

2 FUNDAMENTOS POLÍTICO-FILOSÓFICOS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA: A ESTABILIDADE FINANCEIRA SUSTENTÁVEL AO LONGO DO TEMPO COMO QUESTÃO DE JUSTIÇA BÁSICA

Falar de estabilidade financeira no Brasil soa estranho; no máximo, algo circunstancial e temporário. Historicamente, o país caracterizou-se, quase sempre, como de extrema instabilidade e insegurança econômica, com processos e instituições políticas frágeis, além de muito dependente dos recursos provenientes da exportação de matérias primas específicas produzidas no setor agrícola, cujos preços são definidos em âmbito internacional.³²²

Nesse sentido, a história econômica do Brasil constitui trajetória adequada ao enquadramento à “síndrome da intolerância a dívidas”. Segundo a formulação proposta por Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, pode-se dizer que “a intolerância a dívidas é uma síndrome em que estruturas institucionais frágeis e sistemas políticos problemáticos tornam os empréstimos externos recurso tentador a ser empregado pelos governos para evitar decisões difíceis sobre gastos e tributação”,³²³ o que gera um “círculo vicioso de perda de confiança pelos mercados, de juros crescentes sobre a dívida pública externa e de resistência política ao pagamento de credores externos”.³²⁴

Tomada a independência do Brasil, em 1822, como ponto histórico de partida,³²⁵ as dificuldades na condução de políticas monetárias, fiscais e orçamentárias eram nítidas no século XIX, devido a uma estrutura institucional precária de financiamento público de despesas estatais,³²⁶ o que dava ensejo a emissões descontroladas de moeda e

³²² A título ilustrativo, é interessante ressaltar a força política de setores exportadores de matérias primas, tão grande a ponto de impedir iniciativas mínimas estatais de imposição tributária sobre operações de exportação, cf. FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1998, p. 96.

³²³ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente*. Trad. Afonso Celso da Cunha Senra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 21.

³²⁴ REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Op. Cit.*, p. 21.

³²⁵ O legado português em relação ao Brasil foi extremamente negativo. Além da baixa tradição cívica, pode-se citar “uma população analfabeta, uma sociedade escravocrata, uma economia monocultora e latifundiária, um Estado absolutista”, cf. CARVALHO, José Murilo de. *Cidadania no Brasil: o longo caminho*. 15. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012, p. 18.

³²⁶ V. PRADO JUNIOR, Caio. *Histórica econômica do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 2008, p. 133-139, *passim*.

apelo ao mercado internacional marginal de empréstimos,³²⁷ especialmente em conjunturas econômicas de queda de preços internacionais das matérias primas exportadas. As atitudes políticas heterodoxas não tinham limites institucionais e a condução de funções típicas de um Banco Central são efetuadas, em caráter precário, pelo Banco do Brasil.

A título ilustrativo, pode-se citar a experiência do incipiente sistema bancário brasileiro, no ano de 1857, em adotar um sistema de pluralidade de bancos emissores de moeda (*free banking system*) sem definir padrões regulatórios, o que acentuou, por certo, a grande crise bancária de 1864.³²⁸

No início da República, após diversas crises financeiras, foram implementadas algumas iniciativas esporádicas voltadas à reorganização da política monetária brasileira,³²⁹ embora essa convivesse, mais uma vez, com sucessivos déficits públicos e a assunção substancial de empréstimos públicos externos.

Até a década de 1930, vale mencionar a edição do Decreto nº 4.182, de 1920, o qual significou a primeira tentativa efetiva de regulação financeira do sistema bancário, ao criar, no âmbito do Banco do Brasil, a Carteira de Emissão e Redesconto (CARED),

³²⁷ Em termos financeiros, o Brasil sempre foi considerado país instável e de importância relativamente baixa no cenário mundial durante muito tempo, razão pela qual só obtinha acesso a linhas de empréstimos externos mediante o pagamento de altas taxas de retorno (juros).

³²⁸ Fernando Herren Aguillar narra tais fatos históricos da seguinte forma, *in verbis*: “Em 1857, Souza Franco assumiu a pasta da Fazenda e resolveu pôr em prática suas teorias sobre a necessidade de facultar aos bancos privados a capacidade de emitir moeda, com a finalidade de prover o mercado dos recursos monetários de que necessitavam. É preciso dizer que havia, na época, um acirrado debate público sobre a correção técnica e política de se adotar a pluralidade de bancos emissores, opondo grandes nomes do Império. Naquele mesmo ano desencadeou-se gravíssima crise, iniciada com a queda do câmbio, que ocasionou uma baixa no preço dos produtos de exportação, e foi sucedida por corridas aos bancos. 49 falências foram registradas em 1857 e outras 90 no ano seguinte, com prejuízos calculados em 11 mil contos. Em 1860, o Ministro da Fazenda Sales Torres Homem, que havia sido o inimigo declarado da política de pluralidade bancária adotada por Souza Franco, promoveu uma polêmica reforma bancária (Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860), de caráter ortodoxo, com vistas a permitir ao governo uma maior fiscalização sobre as emissões. Entretanto, ela não conseguiu evitar uma das ‘maiores crises conhecidas em nossa história, a famosa ‘Quebra do Souto’, em 1864, de que até os papagaios falaram, segundo a descrição de Pandlá Calógeras. O J. Alves Souto e Cia. Era um banco popular, cuja falência levou a sucessivos saques em outros bancos, gerando intranqüilidade e forçando o Banco do Brasil a emitir” (AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 109).

³²⁹ O período é assim retratado por Fernando Herren Aguillar, *in verbis*: “Desde o final do Império, diversas crises econômicas e financeiras afetaram o país, causadas principalmente por excessos na emissão monetária, geralmente provocados por déficits orçamentários. A situação obrigou o governo Prudente de Moraes a promover uma reforma monetária importante. O Decreto nº 2.406, de 16 de dezembro de 1896, determinou que a União assumisse a responsabilidade das emissões bancárias e extinguiu a faculdade emissora atribuída a diversos bancos privados, fonte permanente de abusos. Pelo Decreto nº 2.412, de 28 de dezembro de 1896, impôs-se uma política de resgate do papel-moeda em circulação, até que alcançasse quatro mil réis por oitava de ouro, de vinte e dois quilates, conforme as regras da Lei nº 401, de 11 de setembro de 1846” (*Ibid.*, p. 125).

além de instituir diretrizes para a fiscalização sobre as operações bancárias, com atribuições de fiscalização dadas a uma Inspetoria-Geral de Bancos, cuja regulamentação da atuação foi efetuada pelo Decreto nº 14.728, de 1921.

Logo em seguida, a reforma monetária de 1926 deu ensejo à criação da Caixa de Estabilização através da edição do Decreto nº 5.108, do mesmo ano, a fim de sanear o meio circulante e mudar o padrão monetário naquele momento histórico.

Na década de 1930,³³⁰ em que o país iniciava um processo econômico de “industrialização tardia”, é criada a Caixa de Mobilização Bancária (Decreto nº 21.499, de 9 de junho de 1932) e, posteriormente, em 2 de fevereiro de 1945, através do Decreto-Lei nº 7.293, instituiu-se o embrião do Banco Central do Brasil: a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC),³³¹ com competências relacionadas à política monetária, regulação financeira e política cambial, embora o Banco do Brasil ainda atuasse como “coadjuvante executivo das políticas monetárias”.³³²

Em geral, diz-se que a SUMOC era um embrião de um Banco Central porque, a despeito de sua competência genérica de supervisão e coordenação das políticas monetária e bancária, a função de emissão de moeda era repartida com o Tesouro Nacional e o Banco do Brasil permanecia como agente financeiro do governo e executor da função de banco dos bancos.³³³

A década de 1960, por sua vez, representa um marco histórico na regulação do sistema financeiro brasileiro, pois, pela primeira vez na história econômica brasileira, arquitetou-se, efetivamente, uma estratégia política focada em fortalecer o sistema financeiro brasileiro, que sofria com o fenômeno inflacionário e fontes escassas de crédito de longo prazo.

Enfim, é criado o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil em 1964 (Lei nº 4.595, de 1964), institucionalmente organizado como um autêntico Banco

³³⁰ É quase unânime a opinião de que a década de 1930 é um marco econômico de progresso e modernidade na história do Brasil, embora sob um regime político autoritário, cf. CARVALHO, José Murilo de. *Op. Cit.*, p. 87.

³³¹ A SUMOC possuía um Conselho Superior a ela hierarquicamente superior em termos institucionais, tal como ocorre, hoje, na relação entre Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil.

³³² Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 143.

³³³ YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 265-266. Ademais, esse autor destaca, na década de 1940, a criação de Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE), atual BNDES, o Banco do Nordeste do Brasil e o Banco da Amazônia, além de ressaltar a pressão institucional exercida pelo Banco do Brasil em relação à SUMOC durante toda a sua existência.

Central,³³⁴ cuja atuação se pretendia coordenar com as funções exercidas pelo Banco do Brasil à época, aliado a um conjunto grande de reformas legais na estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN) no final da década de 1960 e na primeira metade da década de 1970, voltadas a criar mecanismos em prol do crescimento e desenvolvimento econômico do país.

Nesse contexto, deve-se, também, dar destaque especial para a Lei nº 4.728, de 1965, instituidora de um regime jurídico aplicável ao mercado de capitais do Brasil,³³⁵ bem como a criação da Comissão de Valores Mobiliários (Lei nº 6.385, de 1976),³³⁶ a quem foi atribuída a competência para exercer a função de regulação de condutas praticadas por agentes não bancários de intermediação financeira, até então de responsabilidade do Banco Central do Brasil. Assim, efetuou-se a segregação institucional dessa função do objetivo de regulação financeira sistêmica, mantido no âmbito do Banco Central do Brasil.³³⁷

Pois bem, a eficácia prática de tais pretensões políticas ficou, parcialmente, obstada pelo cenário internacional desfavorável vivido nas décadas de 1970 e 1980, cujos efeitos financeiros negativos foram mais intensos em relação aos países considerados subdesenvolvidos, o que incluía o Brasil.

A base frágil de financiamento público brasileira, criada a partir de iniciativas de emissão substancial de títulos de dívida externa, passa a ruir no início da década de 1980, devido a um contexto de retração do mercado internacional de empréstimos externos e da adoção de uma política monetária internacional restritiva conduzida pelo aumento da taxa de juros norte-americana pelo FED na gestão de Paul Volcker.

Tais fatores conjunturais, somados, provocaram o pedido de moratória da dívida pública externa pelo Brasil (“a década perdida”), com todas as consequências negativas resultantes, dentre as quais a necessidade de recorrer ao Fundo Monetário

³³⁴ YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 162.

³³⁵ No mesmo período, formulou-se a arquitetura institucional original para a regulação do setor de seguros privados com a edição do Decreto-Lei nº 73, de 1966, que organizou o Sistema Nacional de Seguros Privados, constituído pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

³³⁶ Conforme ressaltado por Otávio Yazbek, a Lei nº 4.728, de 1965, modernizou, em termos normativos, o mercado de capitais, com o objetivo de estimular estruturas de investimento de longo prazo, mediante a regulação da intermediação financeira por agentes financeiros de mercado. V. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, 268-270.

³³⁷ Essa é a estrutura institucional básica do modelo *twin-peaks*, explicado com detalhes no Capítulo 3.

Internacional,³³⁸ atenuados os seus efeitos pela renegociação dessa dívida após a adesão do Brasil ao Plano *Brady*,³³⁹ já no final da referida década.

Não obstante, algumas iniciativas louváveis tomadas na década de 1980 devem ser lembradas, diante do quadro caótico de instabilidade financeira vivido pelo Brasil no período. Aliás, em razão da atuação externa do tão publicamente atacado Fundo Monetário Internacional, surgiram as principais medidas institucionais voltadas à racionalização, transparência e prestação públicas de contas (*accountability*) quanto à atuação orçamentária, fiscal e monetária do Estado brasileiro, sem prejuízo de que o Poder Legislativo, tradicionalmente, não efetuava qualquer controle sobre as finanças públicas. E a situação institucional, de fato, era constrangedora.

Constituído grupo de trabalho para o atendimento das exigências do Fundo Monetário Internacional, constatou-se a completa falta de controle, transparência orçamentária e contábil da estrutura pública do Sistema Financeiro Nacional.

Conforme narra Maílson da Nóbrega, a execução do Orçamento da União era feita por departamento do Banco do Brasil e a gestão da dívida pública federal por um departamento do Banco Central do Brasil. Segundo o articulista, “o Tesouro não passava de uma entidade virtual”.³⁴⁰

³³⁸ Conforme Fernando Herren Aguillar, “o início da década de 1980 marcou o período de maior recessão da história brasileira, motivado pelo crescente endividamento externo e pelo aumento dos juros praticados nos Estados Unidos, que atraíram investimentos para lá ao mesmo tempo em que encareciam a própria dívida brasileira. As reservas brasileiras se esgotaram e o país foi obrigado a recorrer ao Fundo Monetário Nacional” (AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 161).

³³⁹ Em linhas gerais, o Plano *Brady* viabilizou a renegociação da dívida externa de diversos países, dentre os quais o Brasil.

³⁴⁰ Conforme artigo publicado na Revista VEJA em 27 de janeiro de 2013, cujo título é “Destruir é fácil”. Disponível em: <http://avaranda.blogspot.com.br/2013/01/destruir-e-facil-mailson-da-nobrega.html>. Acesso em 27.01.2013. As fragilidades institucionais do Brasil na época podem ser especificadas com mais detalhes, a saber: (i) a execução do orçamento fiscal era feito pelo Banco do Brasil, que centralizava o caixa da União, ou seja, não havia Tesouro Nacional; (ii) a expansão da dívida pública era autorizada pelo Conselho Monetário Nacional, com a gestão da dívida pelo Banco Central do Brasil; (iii) os recursos para empréstimos do Banco do Brasil provinham do caixa do Tesouro Nacional e da “conta movimento” mantida no Banco Central do Brasil, sendo que tais recursos não constavam do orçamento fiscal; (iv) o Banco do Brasil era o depositário das reservas bancárias dos bancos comerciais do país; (v) o Banco Central do Brasil possuía carteira de desenvolvimento, com o claro desempenho da função de fomento à economia; (vi) o Banco Central do Brasil era agente arrecadador de tributos (Imposto de Operações Financeiras – IOF e Imposto de Exportações - IE), cujos valores formavam ‘reservas monetárias’, sem vinculação e controle pelo orçamento fiscal; (vii) as operações entre Banco do Brasil e Banco Central do Brasil eram consolidadas em um documento paralelo denominado orçamento monetário, cujo controle incumbia ao Conselho Monetário Nacional e não ao Congresso Nacional; (viii) não havia limitações significativas de oferta de moeda e crédito pelo Banco do Brasil e Banco Central do Brasil; (ix) o Conselho Monetário Nacional tinha poderes de emissão de dívida pública para fins de política monetária; e (x) as operações do Banco do Brasil e do Banco Central do Brasil não eram classificadas como despesas públicas, cf. NOBREGA, Maílson da. *Brasil: um novo horizonte*. In: ZYLBERSZTAJN, Décio;

Além disso, o Banco Central do Brasil supria o Banco do Brasil com recursos ilimitados pela "conta movimento", sem qualquer controle pelo Poder Legislativo, evidenciando-se que o Banco Central do Brasil “atuava como banco de fomento e possuía equipes de análise de investimentos privados”.³⁴¹

Pois bem, o fruto desse grupo de trabalho foi: (i) a extinção da “conta movimento” do Banco do Brasil em 1986, que deu fim ao suprimento ilimitado de recursos monetários do Banco Central do Brasil ao Banco do Brasil; (ii) a supressão das atividades de fomento pelo Banco Central do Brasil; (iii) a criação da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), como órgão apartado do Ministério da Fazenda, responsável pela gestão da unificada da dívida pública federal e do Orçamento da União; e (iv) a transferência do poder de autorização da expansão da dívida pública do Conselho Monetário Nacional para o Congresso Nacional, o que seria fortalecido pelas reformas implementadas, a partir da Constituição brasileira de 1988, em conformidade com esse desenho institucional.³⁴²

Enfim, essas são brevíssimas considerações acerca da história econômica financeira brasileira nos últimos dois séculos, marcada pela instabilidade financeira interna e externa do país. As instituições econômicas brasileiras não conseguiam garantir o mínimo de segurança financeira às pessoas, nem mesmo para o próprio Estado. Vale dizer, se a realidade institucional de instabilidade financeira atingia, diretamente, o Estado brasileiro, o que poderiam esperar os agentes econômicos?

O diagnóstico de país com alto nível de instabilidade financeira não era exclusivo do Brasil, mas de toda a América Latina. Conforme ressaltado por Paul Krugman, “ao longo de gerações, os países latino-americanos se caracterizaram pela propensão quase sem igual a crises cambiais, a falências bancárias, a acessos hiperinflacionários e a todas as mazelas monetárias conhecidas do homem moderno”.³⁴³

Tudo isso ocorria, segundo o autor, principalmente, devido a programas de governo financeiramente insustentáveis sob o aspecto fiscal, o que, normalmente,

SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p 298.

³⁴¹ Conforme artigo publicado na Revista VEJA em 27 de janeiro de 2013, cujo título é “Destruir é fácil”. Disponível em: <http://avaranda.blogspot.com.br/2013/01/destruir-e-facil-mailson-da-nobrega.html>. Acesso em 27.01.2013.

³⁴² NOBREGA, Mailson da. *Op. Cit.*, p. 300.

³⁴³ KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 31.

gerava demandas sucessivas por empréstimos externos de “baqueiros imprudentes” e que resultava em crises no balanço de pagamentos ou em calotes da dívida, sem prejuízo da possibilidade da “corrida às impressoras de dinheiro – o que descambava em hiperinflação”.³⁴⁴

Dito de outro modo, os países da América Latina se acostumaram, intencionalmente ou não, sob uma perspectiva mais ampla, a uma “tradição de ausência de responsabilidade fiscal, ineficiência empresarial estatal e protecionismo comercial mal estruturado”,³⁴⁵ sem ter experimentado, até então, processos políticos institucionais de austeridade fiscal, privatização e liberalização dos mercados, que, feitos de forma adequada, são capazes de gerar excelentes resultados.

Em relação ao Brasil, é de se ressaltar que o processo de transição para a democracia na década de 1980 foi marcado por diversos planos econômicos voltados à estabilidade monetária, em um contexto de déficit fiscal, instabilidade monetária e orçamentária. A propósito, pode-se dizer, conforme Fernando Herren Aguillar, “que a inflação foi o grande problema econômico do país durante o século XX”.³⁴⁶

Nesse sentido, não custa frisar que “os mercados estão, na realidade, imersos no conjunto de relações sociais, sobre eles incidindo um amplo leque de regras, procedimentos e padrões, formais ou informais”,³⁴⁷ de modo que o desenho político-institucional interfere na definição das estratégias de atuação dos agentes econômicos.

Se os mercados devem almejar sua eficiência enquanto mecanismos sociais de coordenação de necessidades de demandantes e ofertantes, as “regras do jogo” devem ser definidas pelas instituições políticas de forma clara e em caráter inclusivo,³⁴⁸ a fim

³⁴⁴ KRUGMAN, Paul. *Op. Cit.*, p. 32.

³⁴⁵ AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 69.

³⁴⁶ AGUILLAR, Fernando Herren. *Op. Cit.*, p. 175.

³⁴⁷ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 55. No âmbito da Nova Escola Institucional (NEI), é consenso a opinião de que as instituições, redutoras de incertezas, estabelecem as regras do jogo em uma sociedade, estruturando incentivos sociais e aptas de influenciar o desempenho dos agentes econômicos e da economia como um todo, cf. NORTH, Douglass C. *Op. Cit.*, p. 3.

³⁴⁸ Uma democracia deliberativa efetiva demanda arranjos institucionais inclusivos e os mercados podem servir a esse intento quando mostram-se efetivos em coordenar, através de mecanismos de livre formação de preços, as necessidades amplas dos agentes econômicos, enquanto cidadãos livres e iguais. A propósito do tema, dissertam Daron Acemoglu e James Robinson, *in verbis*: “As instituições econômicas inclusivas, por sua vez, consolidam-se sobre os fundamentos lançados por instituições políticas da mesma ordem, que asseguram a ampla distribuição de poder por toda a sociedade e restringem seu exercício arbitrário. Tais instituições políticas dificultam também a usurpação do poder e enfraquecimento dos fundamentos

de viabilizar a administração dos “recursos escassos com um mínimo de proficiência, evitando o quanto possível o seu desperdício ou malbaratamento”,³⁴⁹ especialmente no longo prazo.³⁵⁰

Se a conjuntura econômica é instável e as instituições não garantem um nível razoável de estabilidade financeira, a dinâmica de funcionamento dos mercados é afetada, substancialmente, de forma negativa, com o natural deslocamento do foco de atuação econômica.

As virtudes da livre iniciativa econômica, da inovação e do empreendedorismo cedem, ainda que parcialmente, a: (i) preocupações imediatas de proteção financeira contra o fenômeno inflacionário,³⁵¹ (ii) além de desestimular investimentos e projetos econômicos de longo prazo, (iii) estimular condutas políticas oportunistas de proteção econômica estatal por grupos econômicos bem organizados ou (iv) acentuar, de maneira geral, distorções nos processos de alocação dos recursos sociais, com efeitos mais intensos, normalmente, sobre as pessoas economicamente menos favorecidas.

Os custos sociais decorrentes da instabilidade financeira, portanto, são evidentes, de modo que o desenho institucional da estrutura básica da sociedade, estabelecido racionalmente, não pode ser insensível a esses custos, sob pena de ser injusto. Em outras palavras, a estabilidade financeira tem valor substancial para os projetos sociais de longo prazo em uma sociedade politicamente organizada e, por isso, não pode ser negligenciada no âmbito político.

A propósito, é interessante notar que a instabilidade financeira, quase sempre, caminha junto com a instabilidade política. O que esperar de Estados com regimes políticos instáveis e propósitos imediatistas de manutenção do poder político?

das instituições inclusivas por terceiros. (...) as instituições econômicas inclusivas geram uma distribuição mais equitativa de recursos, facilitando a persistência de instituições políticas inclusivas” (ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. *Por que as nações fracassam: as origens do poder, da prosperidade e da pobreza*. Trad. Cristiana Seera. Rio de Janeiro, Elsevier, 2012, p. 64).

³⁴⁹ NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 97.

³⁵⁰ V. NORTH, Douglass C. *Op. Cit.*, p. 107.

³⁵¹ Segundo Martin Wolf, “*Quando a inflação é alta e variável, as finanças se concentram no curto prazo, a conversão dos vencimentos fica mais difícil e, em consequência, o sistema financeiro se torna menos estável. Além disso, erros na política cambial também podem aumentar substancialmente a fragilidade do sistema financeiro*” (WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 24).

Absolutamente nada, o que frustrou, durante muito tempo, as grandes aspirações contidas nas Constituições latino-americanas, por exemplo.³⁵²

Desde 1988, o Brasil é um Estado democrático de Direito com uma Constituição,³⁵³ enquanto ponto de partida para uma sociedade plural justa.³⁵⁴ Enquanto República dotada de soberania (art. 1º, I), as decisões políticas devem ser pautadas pela atuação concertada dos Poderes políticos (art. 2º) conjuntamente com a participação social plural própria do exercício da cidadania no maior grau possível, em regime de liberdade ampla de expressão (art.1º, II, V e parágrafo único, conjugados com os arts. 5º, IV e IX, e 220), com foco na dignidade da pessoa humana (art. 1º, III) e nos valores sociais do trabalho e da livre iniciativa (art. 1º, IV). Essa a base normativa fundamental da deliberação democrática no contexto político-constitucional brasileiro.

Ao modelo constitucional de democracia deliberativa agregam-se objetivos substanciais de justiça, com ênfase em aspirações de liberdade e igualdade. Nesse sentido, almeja-se construir uma sociedade justa, capaz de conciliar liberdade e solidariedade (art. 3º, I), em prol do desenvolvimento do país (art. 3º, II), da correção de desigualdades e da erradicação de discriminações sociais e econômicas indevidas (art. 3º, III e IV).³⁵⁵

Por fim, no âmbito internacional, a atuação brasileira deve prezar, principalmente, pela soberania nacional (art. 4º, I), o respeito aos direitos humanos (art. 4º, II) e à soberania dos demais países (art. 4º, III a V), bem como zelar pela paz (art. 4º, VI a VIII), com ênfase em processos de cooperação internacional para o progresso de todos (art. 4º, IX).

³⁵² Segundo ressalta Luís Roberto Barroso, “a frustração do constitucionalismo no Brasil e na América Latina pode ser medida por critério objetivo e estatística eloquente: a inflação dos textos de curta duração conjuga-se com a crônica da instabilidade dos regimes que dão sustentação jurídica” (BARROSO, Luis Roberto. *O direito constitucional e a efetividade de suas normas – limites e possibilidades da Constituição brasileira*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 58).

³⁵³ Ainda que notório, é importante citar o fato de que “Constituições, como é trivialmente sabido, não nos faltaram” (BARROSO, Luis Roberto. *Op. Cit.*, p. 7). No entanto, hoje, quando se fala em Constituição, assume-se como premissa que ela é dotada de força normativa e nela estão consignados os direitos fundamentais e as condições necessários ao exercício adequado da democracia.

³⁵⁴ Cf. BINENBOJM, Gustavo. *A nova jurisdição constitucional – Legitimidade democrática e instrumentos de realização*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 2.

³⁵⁵ Nesse sentido, é importante mencionar o fato da supremacia material da Constituição. Conforme Cláudio Pereira de Souza Neto e Daniel Sarmento, em alusão à expressão “reserva de justiça” utilizada por Oscar Vilhena Vieira, “além da supremacia formal, é inegável que a Constituição de 1988 também possui supremacia material, por incorporar a ‘reserva de justiça’ da democracia brasileira” (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 24).

A propósito, é evidente que as bases constitucionais fundamentais de democracia deliberativa acima mencionadas, devidamente conjugadas com pretensões substanciais de justiça, aplicáveis no âmbito internacional, contêm, semanticamente, prescrições genéricas *a priori* a respeito do modelo político-institucional ideal à realidade constitucional e democrática do Brasil.

No entanto, tais prescrições constitucionais são essenciais à escolha teórica da abordagem de filosofia política mais compatível com o progresso da sociedade democrática brasileira, nos termos da Constituição de 1988. Explico.

Em primeiro lugar, é de se enfatizar que a aludida generalidade das prescrições constitucionais mostrou-se consequência inevitável do fato da pluralidade da sociedade brasileira em um processo constituinte aberto à participação política, caracterizado pelo “dissenso, pela intensa e permanente mobilização de atores coletivos internos e externos, por votações altamente polarizadas e, ao mesmo tempo – sobretudo em sua fase final -, por uma atividade igualmente intensa e incessante de busca de acordos”,³⁵⁶ cujo resultado não poderia ser outro senão o estabelecimento de consensos mínimos possíveis sobre os fundamentos e as finalidades da Constituição.

Em segundo lugar, esses consensos mínimos mostram que as instituições brasileiras devem ser moldadas, racionalmente, para garantir, simultaneamente, a liberdade e a igualdade, com propósitos de justiça, segundo a Constituição.

Assim, abordagens filosóficas liberais-igualitárias assumem grande vantagem normativa em termos de legitimidade constitucional democrática no Brasil.³⁵⁷ Dito de

³⁵⁶ PILATTI, Adriano. *A Constituinte de 1987-1988: Progressistas, Conservadores, Econômica e Regras do Jogo*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 1. Quanto ao ponto, é interessante o comentário feito por Luís Roberto Barroso, *in verbis*: “É inegável que a Constituição de 1988 tem a virtude de espelhar a reconquista dos direitos fundamentais, notadamente os de cidadania e os individuais, simbolizando a superação de um projeto autoritário, pretensioso e intolerante que se impusera ao País. Os anseios de participação, represados à força nas duas décadas anteriores, fizeram da constituinte uma apoteose cívica, marcada, todavia, por interesses e paixões. Além das dificuldades naturais advindas da heterogeneidade das visões políticas, também a metodologia de trabalho utilizada contribuiu para as deficiências do texto final” (BARROSO, Luis Roberto. *O direito constitucional e a efetividade de suas normas – limites e possibilidades da Constituição brasileira*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 42).

³⁵⁷ Essa opinião é pessoal, mas não é unânime na doutrina brasileira. Há autores que consideram a perspectiva filosófica comunitarista a mais adequada à realidade constitucional brasileira. Por todos, V. CITTADINO, Gisele. *Pluralismo, Direito e Justiça Distributiva*. 4. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009. Como a discussão é complexa e longa, não será aprofundada no presente trabalho, mas deve ser mencionado que o debate filosófico ocorrido no Estados Unidos da América entre liberais-igualitários e comunitaristas, a partir da década de 1980, implicou em influências recíprocas e provocou revisões teóricas por ambas as vertentes, inclusive John Rawls, cf. GARGARELLA, Roberto. *As teorias de justiça depois de Rawls: um breve manual de filosofia política*. Trad. Alonso Reis Freire. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2008, p. 225. Para um balanço desse debate filosófico, V. GARGARELLA, Roberto. *Op. Cit.*, p. 153-158.

outro modo, discussões democráticas sobre questões políticas fundamentais devem seguir uma lógica racional de deliberação substantiva que seja legitimada em “um contexto aberto, livre e igualitário, *i.e.*, em um contexto em que todos possam participar, em que tal participação se dê de forma livre”,³⁵⁸ razão pela qual foi escolhida, a propósito, a abordagem de filosofia política contemporânea de John Rawls na presente dissertação.³⁵⁹

Evidencia-se, assim, o entrelaçamento necessário e complementar de aspectos de justiça procedimental e substancial para a solução dos impasses gerados nas sociedades democráticas constitucionais.³⁶⁰

Nesse sentido, infere-se que o grande desafio enfrentado em democracias constitucionais para garantir a justiça é desenhar instituições responsáveis pela tomada de decisões sobre questões políticas fundamentais, em um contexto social plural de opiniões, podendo-se dizer que a participação e a prestação pública de contas (*accountability*) sintetizam a ideia central da democracia deliberativa.³⁶¹

A propósito, esse ponto se mostra extremamente relevante aos propósitos da dissertação, eis que o desenho institucional regulatório em prol da estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo tem sido concebido e efetivamente moldado pelos países do mundo no sentido da instituição de entidades administrativas tecnicamente especializadas sobre regulação financeira sistêmica, com autonomia operacional reforçada perante o Poder Executivo central e o Poder Legislativo.

Logo, é bom frisar, de antemão e nesse momento, que a legitimidade política desses desenhos institucionais regulatórios, que são especializados, flexíveis e técnicos,

³⁵⁸ SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *Teoria constitucional e democracia deliberativa: um estudo sobre o papel do direito na garantia das condições para a cooperação na deliberação democrática*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 10.

³⁵⁹ As concepções de filosofia política de John Rawls são objeto de intensa divergência doutrinária. Conforme ressaltado por Roberto Gargarella, há críticos que o acusam de insuficientemente liberal – por exemplo, Robert Nozick – e há quem o considere insuficientemente igualitário, tal como Amartya Sen e Gerald Cohen. V. GARGARELLA, Roberto. *Op. Cit.*, p. XX.

³⁶⁰ Em linhas gerais, essa é a síntese da resposta de John Rawls às críticas formuladas por Jurgen Habermas à sua teoria. Ao tratar da justiça procedimental e justiça substantiva, John Rawls frisa que “*ambos os tipos de justiça exemplificam certos valores – do procedimento e do resultado, respectivamente – e ambos os tipos de valores combinam-se no sentido de que a justiça de um procedimento sempre depende (deixando-se de lado o caso especial do jogo) da justiça do seu provável resultado ou da justiça substantiva. Desse modo, a justiça procedimental e a substantiva estão relacionadas, não separadas*” (RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 499).

³⁶¹ Cf. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *Op. Cit.*, p. 87-89.

somente pode ser justificável se o exercício da regulação financeira sistêmica ocorrer segundo o ideal de democracia deliberativa, que exige participação e prestação pública periódica de contas quanto a resultados.

Pois bem. Em geral, o estudo da política tem duas formas básicas de desenvolvimento, a saber: a ciência política e a filosofia política. Enquanto a ciência política se volta, principalmente, à análise dinâmica e histórica da luta política pelo poder nas instâncias públicas, a filosofia política busca estabelecer padrões imparciais para a definição e correção da atuação político-institucional nas instâncias deliberativas.

Nesse capítulo, a presente dissertação terá por foco a filosofia política, pois o ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo se enquadra na proposta filosófica essencial de definir uma concepção política razoável de justiça apta a estabelecer padrões de desenho institucional pautados em razões públicas, conforme o cenário social complexo inerente à democracia constitucional plural brasileira.

Posto isso, a abordagem de filosofia política de *John Rawls* é mais do que apropriada, pois capaz de influenciar a moldagem de um padrão institucional de ação política com propósitos cooperativos ao longo do tempo para o desenho da regulação financeira sistêmica, ou, ao menos, servir ao objetivo de fornecer elementos importantes à aferição da legitimidade da interpretação constitucional sobre atos praticados pelos reguladores financeiros, sem descuidar do fato de que a concretização da Constituição envolve, não raro, processos políticos complexos.³⁶²

Baseada na ideia de que o objeto primário da justiça são as instituições sociais, a filosofia política normativa de John Rawls é extremamente útil à avaliação de instituições e procedimentos políticos³⁶³, bem como à identificação das consequências resultantes das configurações institucionais possíveis para a estrutura básica da sociedade³⁶⁴, notadamente para que haja a concretização dos princípios liberais-igualitários de justiça em ambientes deliberativos, pautados por razões públicas no contexto da democracia constitucional³⁶⁵.

³⁶² Cf. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 61.

³⁶³ KYMLICKA, Will. *Filosofia política contemporânea: uma introdução*. Trad. Luís Carlos Borges. São Paulo: Martins Fontes, 2006, p. 1. Na mesma perspectiva institucional, v. NORTH, Douglass. C. *Op. Cit.*, p. 6.

³⁶⁴ VITA, Álvaro de. *A justiça igualitária e seus críticos*. 2. ed. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2007, p. 20-21.

³⁶⁵ VITA, Álvaro de. *Op. Cit.*, p. 24.

Dentre todos os trabalhos de *John Rawls*, as obras de destaque são: *Uma Teoria da Justiça*, inicialmente publicada em 1971³⁶⁶, e *O Liberalismo Político*, lançado originariamente em 1992³⁶⁷, com desdobramentos teóricos, no âmbito internacional, no livro *O Direito dos Povos*³⁶⁸, bem como a posterior publicação do artigo “A ideia de razão pública revista”³⁶⁹ em 1997, no qual aprimoram-se as ideias sobre a formulação do ideal de razão pública.

Em síntese, deve-se dizer que, na obra *Uma Teoria da Justiça*, há a defesa de uma concepção particular de justiça, ou seja, a ideia de “justiça como equidade” é apresentada como uma das doutrinas liberais abrangentes razoáveis.³⁷⁰

Não obstante, dentre os demais trabalhos, o marco é *O Liberalismo Político*³⁷¹, em que se lida com o fato do pluralismo razoável e da existência de diversas doutrinas abrangentes razoáveis em uma sociedade democrática constitucional, onde a postura deve ser a de renúncia a uma pretensão filosófica “monística”,³⁷² na qual a razão pública deve constituir a pauta racional e razoável de argumentação em prol do compartilhamento de valores políticos por cidadãos livres e iguais.

2.1 Pressupostos do liberalismo político de John Rawls.

O *Liberalismo Político* de John Rawls foi concebido para ser aplicado a democracias constitucionais com aspirações de liberdade e igualdade, tal como enuncia a Constituição brasileira de 1988, conforme ressaltado acima.

³⁶⁶ V. RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

³⁶⁷ V. RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011.

³⁶⁸ V. RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004.

³⁶⁹ V. RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004.

³⁷⁰ Cf. RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 234. A noção de doutrina abrangente razoável será apresentada a seguir.

³⁷¹ Segundo Roberto Gargarella, o liberalismo político de Rawls é o resultado de uma reformulação significativa da teoria da justiça, cf. GARGARELLA, Roberto. *As teorias de justiça depois de Rawls: um breve manual de filosofia política*. Trad. Alonso Reis Freire. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2008, p. 223-224.

³⁷² A democracia, plural por excelência, efetivamente impede a aplicação de teorias políticas normativas que almejam “verdades políticas” ou “monísticas”, conforme será evidenciado a seguir. V. KYMLICKA, Will. *Filosofia política contemporânea: uma introdução*. Trad. Luís Carlos Borges. São Paulo: Martins Fontes, 2006, p. 4.

É nesse contexto que uma pluralidade de doutrinas abrangentes racionais e razoáveis, ainda que incompatíveis entre si, devem interagir, com respeito e consideração mútuas, em prol da estabilidade social duradoura, em um contexto de escassez moderada de recursos econômicos.

Dessa forma, as democracias constitucionais lidam com circunstâncias objetivas de justiça, quais sejam: (i) a delimitação geográfica territorial do país; (ii) a semelhança de capacidade física e mental dos indivíduos; e (iii) o reconhecimento da condição de escassez moderada implícita de recursos.³⁷³

Conjuntamente, as circunstâncias subjetivas de justiça são os aspectos relevantes dos sujeitos da cooperação e consistem na conjugação entre interesses semelhantes e, ao mesmo tempo, a existência de planos próprios de vida dos cidadãos.³⁷⁴

Se o fato do pluralismo razoável³⁷⁵ é inevitável nas democracias constitucionais,³⁷⁶ em razão da diversidade de opiniões possíveis - leia-se, doutrinas abrangentes razoáveis - dos cidadãos sobre questões políticas fundamentais, é importante à sociedade definir um padrão razoavelmente justo de deliberação e justificação das decisões políticas fundamentais pelas instituições, no âmbito da estrutura básica da sociedade.³⁷⁷

Vale dizer, acredita-se no ideal de se instituir uma sociedade política razoavelmente justa, onde “os seres humanos tenham uma natureza moral, que obviamente não necessita ser perfeita, mas que os capacite a compreender e a agir com base em uma concepção política razoável do direito e da justiça”.³⁷⁸

³⁷³ Tal circunstância é de fundamental importância, na medida em que o reconhecimento da escassez implica na atribuição de valor aos bens, devidamente mensurados pelo preço, cuja unidade de medida é a moeda.

³⁷⁴ RAWLS, John. *Uma teoria da Justiça*. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002, p. 137.

³⁷⁵ O fato do pluralismo razoável difere da noção do pluralismo como tal. A distinção é feita por John Rawls na seguinte passagem, *in verbis*: “O fato do pluralismo razoável não é uma condição desafortunada da vida humana, como poderíamos dizer do pluralismo como tal, que admite doutrinas que não são apenas irracionais, mas insanas e agressivas” (RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 170).

³⁷⁶ Cf. BARROSO, Luis Roberto. *O direito constitucional e a efetividade de suas normas – limites e possibilidades da Constituição brasileira*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 51.

³⁷⁷ Segundo John Rawls, a estrutura básica da sociedade é integrada pelas principais instituições políticas, constitucionais, sociais e econômicas, que se ajustam em um sistema unificado de cooperação ao longo do tempo, cf. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. XLVI.

³⁷⁸ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. LXIX.

Assim, a pretensão teórica de John Rawls é estabelecer uma concepção política razoável de justiça que permita a escolha adequada da regulação da estrutura básica da sociedade a partir da participação de agentes racionais e razoáveis no espaço público, em procedimentos deliberativos cujo resultado seja amparado por razões públicas e leve a um consenso sobreposto razoável, sobretudo, quanto a elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica.

A propósito, constituem elementos constitucionais essenciais³⁷⁹ os direitos e liberdades que podem ser razoavelmente incluídos em uma Constituição e que podem ser interpretados por instituições cuja atuação é pautada em razões públicas - tal como, por exemplo, uma corte suprema - e questões de justiça básica estão relacionadas à estrutura básica da sociedade, de modo a abranger, especialmente, questões básicas de justiça social e econômica que não são diretamente estabelecidas, em termos prescritivos, por uma Constituição.

Trata-se, então, da escolha do ideal de razão pública como padrão político de justificação pela ação argumentativa nas instituições oficiais, com vistas à cooperação social de longo prazo, que não se cinge a regras de argumentação, mas se expande para englobar princípios de justiça.³⁸⁰

Nesse sentido, o confronto de ideias plurais deve ser tido como decorrência natural do regime democrático, bem como aceita a ideia segundo a qual a razão pública tem o potencial de levar a consensos sobrepostos razoáveis sobre elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica.

Aqui está o ponto central do liberalismo político de John Rawls: a confiança na capacidade razoável de ação cooperativa nas instituições, ao longo do tempo, para que sejam decididas questões políticas fundamentais com base em razões públicas compartilhadas por todos, a despeito da dificuldade decorrente, por exemplo, quanto aos elementos constitucionais essenciais, do fato de que “o catálogo de direitos

³⁷⁹ Em termos mais específicos, constituem os elementos constitucionais essenciais: (i) princípios fundamentais que especificam a estrutura do Estado e do processo político, prerrogativas dos Poderes e alcance da regra da maioria; e (ii) direitos e liberdades fundamentais de igual cidadania que a maioria deve respeitar, assim como as garantias do Estado de Direito, cf. RAWLS, John *Op. Cit.*, p. 268.

³⁸⁰ SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *Teoria constitucional e democracia deliberativa: um estudo sobre o papel do direito na garantia das condições para a cooperação na deliberação democrática*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 98.

fundamentais regula de forma extremamente aberta questões em grande parte muito controversas acerca da estrutura normativa básica do Estado e da sociedade”³⁸¹.

Desse modo, as discussões políticas adquirem um padrão ideal de deliberação, especialmente quanto a elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica, em que se permite a ação argumentativa em prol da defesa pública do que cada cidadão sinceramente pensa ser a concepção política de justiça mais razoável, reveladora de valores políticos que se possam razoavelmente esperar que outros, na condição de cidadãos livres e iguais, razoavelmente subscrevam nas instituições.³⁸²

Esse é o objeto essencial sobre o qual deve ser aplicado o ideal de razão pública, quais sejam, respectivamente, a definição dos elementos constitucionais essenciais pela delimitação do alcance e do conteúdo dos direitos fundamentais previstos na Constituição, bem como o estabelecimento de uma estrutura institucional justa capaz de lidar, adequadamente, com questões de justiça básica, mediante a gestão democrática dos fenômenos sócio-econômicos sob os aspectos alocativos e distributivos.

No que diz respeito à relação política fundamental de cidadania, espera-se que os cidadãos adotem posturas razoáveis,³⁸³ em conformidade com o critério da reciprocidade. Isto é, a exigência de razoabilidade implica na aceitação do pressuposto de que os cidadãos, ao assumir uma postura política ativa, têm a capacidade intelectual e moral apropriadas à participação política no espaço público, o que inclui a capacidade de ter um senso de justiça política, a capacidade de identificar e revisar a adesão a doutrinas abrangentes e, por fim, a capacidade de possuir virtudes políticas necessárias à cooperação para uma sociedade política justa.³⁸⁴

Digno de nota é que o exercício da cidadania ocorre no interior da estrutura básica da sociedade (em que entramos ao nascer e saímos ao morrer), manifesta-se, publicamente, na relação entre opiniões razoáveis de cidadãos livres e iguais que, coletivamente, influenciam as instituições, as quais devem atuar, cooperativamente, no

³⁸¹ ALEXY, Robert. *Teoria dos Direitos Fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 26.

³⁸² RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 266-295, *passim*.

³⁸³ Com relação ao ideal de cidadania plena, José Murilo de Carvalho frisa que “*uma cidadania plena, que combine liberdade, participação e igualdade para todos, é um ideal desenvolvido no Ocidente e talvez inatingível. Mas ele tem servido de parâmetro para o julgamento da qualidade da cidadania em cada país e em cada momento histórico*” (CARVALHO, José Murilo de. *Op. Cit.*, p. 9).

³⁸⁴ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. L.

sentido de decidir questões políticas fundamentais, com pretensões de estabilidade social ao longo do tempo.

Evidencia-se, dessa forma, o critério da reciprocidade como essencial à definição do que é “razoável”, pois entende-se que as opiniões dos cidadãos são razoáveis “quando, na medida em que vêem uns aos outros como livres e iguais em um sistema de cooperação social que existe ao longo de gerações, dispõem-se a oferecer uns aos outros termos equitativos de cooperação social”,³⁸⁵ com a aceitação sincera e mútua desses termos equitativos por todos, o que deve ocorrer em nível constitucional e infraconstitucional (os dois níveis do critério da reciprocidade).³⁸⁶

Assim, na esteira da filosofia política preconizada por John Rawls, quando uma “democracia deliberativa impõe a necessidade de que as decisões públicas sejam justificadas sob um ponto de vista moral, está exigindo que possam ser aceitas não só por aqueles que votaram nos representantes, mas por todos os afetados”,³⁸⁷ com a pretensão ampla de aceitação de suas razões, vale dizer, “quando se argumenta com reciprocidade, as convicções particulares são traduzidas para a linguagem dos valores políticos compartilhados por todos os cidadãos razoáveis”.³⁸⁸

Pois bem. Notadamente, percebe-se que os pressupostos ideais do liberalismo político de John Rawls são fortes, o que pode gerar, em contrapartida, grande ceticismo prático quanto à sua aplicação na realidade brasileira.

Há vários motivos que justificam tal ceticismo, com destaque para a falta de credibilidade do modelo clássico de representação política,³⁸⁹ o patrimonialismo³⁹⁰ e o clientelismo político característico do Estado brasileiro durante sua história - que persiste até hoje -, a incipiente experiência democrática no Brasil, cuja evolução pós-1988 tem se mostrado gradual nos últimos anos, bem como uma cultura política frágil quanto à participação cívica e respeito à efetividade dos direitos fundamentais.

³⁸⁵ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. XLVII.

³⁸⁶ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. L.

³⁸⁷ SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *Op. Cit.*, p. 89.

³⁸⁸ SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *Op. Cit.*, p. 91.

³⁸⁹ BARROSO, Luis Roberto. *O direito constitucional e a efetividade de suas normas – limites e possibilidades da Constituição brasileira*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 135.

³⁹⁰ Conceitualmente, o patrimonialismo significa a confusão indevida entre interesses públicos e privados, o que distorce a atuação política no âmbito da esfera pública.

Os cidadãos brasileiros, em geral, não assumem posturas políticas ativas³⁹¹ e preferem, majoritariamente, um Estado paternalista,³⁹² ou seja, as virtudes morais da liberdade ainda não são percebidas, com clareza, pela grande maioria dos brasileiros.

No entanto, conforme elucidado acima, a filosofia política de John Rawls é extremamente útil ao desenho institucional da regulação da estrutura básica da sociedade brasileira, com fundamento na Constituição de 1988, especificamente quanto à estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

Adotar uma concepção política razoável de justiça pelas razões certas, devidamente aliceçada no ideal de democracia deliberativa, capaz de um consenso sobreposto razoável amparado em razões públicas é importante à evolução da estrutura básica da sociedade democrática brasileira.³⁹³

Com efeito, além de estabelecer uma perspectiva filosófica com eficácia institucional de longo prazo à deliberação democrática brasileira, o ideal de razão pública, enquanto critério dinâmico de argumentação geral ou específica, serve como padrão referencial, previamente definido e claro, de harmonização das demandas das diversas doutrinas abrangentes nas instituições oficiais, cujas razões devem se pautar na proposta básica de cooperação social ao longo do tempo com base no critério da reciprocidade.

Isso é muito relevante em cenários de graves desigualdades sociais e econômicas, tal como ocorre no Brasil, eis que o critério da reciprocidade, próprio do

³⁹¹ Hoje, a educação é o maior obstáculo à construção da cidadania civil e política no Brasil, cf. CARVALHO, José Murilo de. *Op. Cit.*, p. 11.

³⁹² Por todos, V. ALMEIDA, Alberto Carlos. *A cabeça do brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Record, 2007, com destaque para o Capítulo 7 (“O brasileiro ama o Estado”) e o Capítulo 8 (“Mais Estado, menos mercado, e viva a censura!”).

³⁹³ As virtudes e vícios da democracia deliberativa são descritos por José Vicente Santos de Mendonça da seguinte forma, *in verbis*: “*Vamos resumir os percebidos vícios e virtudes da democracia deliberativa. Ela é elogiada porque, ao contrário dos modelos democráticos tradicionais – que prezam barganhas auto-interessadas ou simples ajustes de interesses particulares num modelo de acomodação ótima -, está ocupada em integrar os cidadãos numa comunidade que leve suas razões a sério, desde que se tratem, decerto, de razões não-exclusivistas. Ao fazê-lo, não aliena nenhuma fração da sociedade, adquire legitimidade, e, quiçá, alguma correção moral (ao tratar todos os cidadãos como agentes dignos de consideração e de respeito, e não meros otimizadores racionais ou como agentes envolvidos em uma barganha posicional). Tudo seria ótimo, se tais propostas não fossem percebidas pelos críticos como utópicas, pouco claras, abertas à manipulação ideológica e/ou neutralizadoras do próprio engajamento político (o qual requeriria antes paixão e partidarismo do que a consideração justa e imparcial de todas as razões oferecidas no mercado das ideias)*” (MENDONÇA, José Vicente Santos de. *A Captura Democrática da Constituição Econômica*: uma proposta de releitura das atividades públicas de fomento, disciplina e intervenção direta na economia à luz do pragmatismo e da razão pública. Tese de doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito. Rio de Janeiro, 2010, p. 135).

ideal de razão pública, resulta na necessária inclusão e consideração de todos os cidadãos, inclusive os que não participam da deliberação e as minorias, na tomada de decisão sobre as questões políticas fundamentais, em prol de um consenso sobreposto razoável em relação a elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica.

É nesse ponto, em especial, que o ceticismo se enfraquece,³⁹⁴ pois a filosofia política liberal de John Rawls preza pela sustentabilidade regulatória ao longo do tempo e é inclusiva, eis que protege os mais afetados por cenários financeiros instáveis, quais sejam, os economicamente menos favorecidos.

Em suma, a pretensão de John Rawls vai ao encontro de um modelo institucional do Estado que seja “mais acessível à pluralidade de interesses existentes na sociedade, mais transparente no exercício do poder decisório”,³⁹⁵ sem perder de vista a preocupação inclusiva de “atender às necessidades dos atores sociais excluídos dos grupos de pressão e de influência e que, efetivamente, carecem de uma função pública compensatória, distributiva e niveladora”.³⁹⁶

Assim, caso se perceba que o critério da reciprocidade não foi respeitado, devem haver instituições relativamente autônomas do processo político ordinário, pautadas por razões públicas, desenhadas para o controle das deliberações democráticas majoritárias, sem prejuízo de eventuais revisões posteriores à decisão política tomada com base nesse mesmo critério.

Em suma, a filosofia política de John Rawls é a mais eficiente ao propósito de aperfeiçoamento consistente da democracia brasileira e do desenho regulatório de instituições com objetivos sustentáveis de longo prazo, sobretudo porque “a ordem constitucional de um Estado deve ser instituída para durar e sobrepair aos entrechoques políticos e econômicos que compõem a tessitura da vida em sociedade”,³⁹⁷ contribuindo para a credibilidade interna e externa do país.

À evidência, a razão pública não soluciona, definitivamente e integralmente, questões de políticas públicas ou controvertidas de plano. O que o ideal de razão pública fornece é um padrão de correção para a atuação das instituições e cidadãos no âmbito da

³⁹⁴ A razão prática, sob o ângulo pragmático, por outro lado, é extremamente importante na aplicação do ideal de razão pública, conforme será exposto mais a frente.

³⁹⁵ MARQUES NETO, Floriano Peixoto de Azevedo. *Regulação Estatal e Interesses Públicos*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 17.

³⁹⁶ MARQUES NETO, Floriano Peixoto de Azevedo. *Op. Cit.*, p. 17.

³⁹⁷ BARROSO, Luis Roberto. *Op. Cit.*, p. 51.

democracia deliberativa, ou seja, o modo de argumentar conforme o critério da reciprocidade, sempre que elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica estiverem em jogo.³⁹⁸

Logo, não é de se esperar que haja unanimidades quanto a questões complexas e socialmente controvertidas, sem embargo das próprias divergências abstratas no âmbito da filosofia política. Além disso, a razão pública nem sempre leva a um acordo geral. Inclusive, John Rawls reconhece que “concepções políticas razoáveis nem sempre chegam à mesma conclusão, assim como cidadãos que adotam a mesma concepção estão sempre de acordo com casos particulares”.³⁹⁹

Vale dizer, o essencial é que o ideal de deliberação democrática integre a cultura pública da sociedade e as instituições sejam desenhadas com vistas a apoiar e encorajar a participação democrática e o diálogo pautado em razões públicas. Feito isso, espera-se que “todos os cidadãos de um regime constitucional razoavelmente justo votem de forma sincera, em conformidade com a ideia de razão pública”,⁴⁰⁰ o que não quer dizer que o resultado seja verdadeiro ou correto, mas é o razoavelmente possível, seguindo-se, via de regra, o princípio da maioria.

Quanto ao ponto, a necessidade lógica de deliberação sobre os custos dos direitos⁴⁰¹ ou dilemas sobre direitos⁴⁰² é inevitável.

Se é verdade que todos os direitos e liberdades fundamentais dependem de ação estatal efetiva para uma proteção adequada⁴⁰³ e que todos os direitos possuem custos financeiros,⁴⁰⁴ com impactos monetários, fiscais e orçamentários,⁴⁰⁵ o dimensionamento

³⁹⁸ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. LX.

³⁹⁹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. LXII.

⁴⁰⁰ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. LXII.

⁴⁰¹ Essencial é a menção à obra pioneira de Stephen Holmes e Cass Sunstein sobre o tema. V. HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. *The Costs of Rights: Why Liberty Depends on Taxes*. New York: W.W. Norton & Company, 1999.

⁴⁰² Nenhum direito é outorgado sem dilemas financeiros e/ou orçamentários, cf. HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 98.

⁴⁰³ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 14.

⁴⁰⁴ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 15-35, *passim*. A ideia principal dos autores é mostrar que todos os direitos são positivos em termos de custos, ou seja, a distinção entre direitos negativos e positivos em relação ao Estado é fútil, não faz sentido ou é ilusória, porque até mesmo direitos reputados negativos trazem custos sociais relativos à sua proteção. Em suma, direitos negativos e positivos não devem ser separados segundo uma lógica de exclusão ou antagonismo, pois ambos

dos custos sociais dos direitos deve ser submetido à deliberação política democrática segundo um padrão referencial de cooperação capaz de trazer um nível razoável de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo para a sociedade, enquanto questão de justiça básica.

Até aqui, algumas das ideias da filosofia política de John Rawls foram apresentadas, mas a completa compreensão delas demanda explicações mais consistentes, o que será feito a seguir.

2.2 Pontos fundamentais da filosofia política liberal de John Rawls: a estabilidade financeira como questão de justiça básica.

O presente tópico visa a sustentar que a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo pode ser qualificada como questão de justiça básica, com finalidades institucionais, para a estrutura básica da sociedade brasileira, segundo a abordagem de filosofia política desenvolvida por John Rawls.

Recorde-se, a propósito, que as questões de justiça básica referem-se às questões essenciais de justiça social e econômica, sobre as quais deve haver um consenso sobreposto razoável baseado em razões públicas, de modo que a compreensão da tese aludida acima requer a explicação de pontos essenciais da teoria rawlsiana, segundo a Constituição brasileira de 1988.

2.2.1 Ideias fundamentais e o construtivismo político.

O *Liberalismo Político* parte de duas premissas fundamentais simultâneas para a instituição de uma concepção política liberal razoável de justiça, quais sejam: (i) a existência de um regime constitucional democrático, no qual são especificados e garantidos aos cidadãos liberdades fundamentais, com prioridade sobre exigências de “bem comum” ou valores perfeccionistas; e (ii) a garantia equitativa do valor das liberdades políticas, com pretensões de igualdade equitativa de oportunidades e de arranjos equitativos em prol dos menos favorecidos, com base no princípio da

envolvem custos imputáveis ao Estado. Por exemplo, sem o Estado, não há propriedade, já que sua garantia exige a instituição custosa de aparatos de segurança pública e a criação/manutenção de órgãos judiciais para a proteção da propriedade. Enfim, imensos custos administrativos impostos ao Estado (custos sociais) para a proteção do direito de propriedade, o qual teria, supostamente, natureza negativa.

⁴⁰⁵ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 21.

diferença.⁴⁰⁶ Essa é a base filosófica comum de consenso das doutrinas abrangentes de natureza liberal-igualitária.

Aliado a isso, John Rawls reconhece ser necessário o exame da cultura pública da sociedade como ponto importante de partida no sentido da execução do conjunto de ideias e princípios fundamentais a ser aplicados.⁴⁰⁷

Nota-se, portanto, que as aspirações liberais-igualitárias pressupõem a existência de uma Constituição que expresse direitos fundamentais voltados à garantia de oportunidades e liberdades, além de assegurar o uso amplo das liberdades políticas na seara democrática, com vistas à deliberação sobre a distribuição equitativa das liberdades pelas instituições.

Paralelamente, uma concepção política razoável de justiça deve ser sensível à realidade econômica e social do país para o desenho regulatório adequado da estrutura básica da sociedade, sob pena de tornar ilusório ou impraticável um projeto político sustentável para o país.

Em outras palavras, uma concepção política razoável de justiça possui as seguintes características:⁴⁰⁸ (i) quanto ao objeto: trata-se de uma concepção moral com pretensões políticas de aplicação às instituições políticas, sociais e econômicas, as quais formam a estrutura básica da sociedade, em um regime constitucional democrático, ordenador de um sistema único de cooperação social de longo prazo, admitindo-se que a estrutura básica da sociedade, em tese, é fechada, autossuficiente e se estabelece sem vínculos com outras sociedades;⁴⁰⁹ (ii) quanto ao modo de apresentação: é uma concepção política formulada para sustentar-se *per se*, sem a necessidade de recorrer a valores morais relativos a doutrinas abrangentes razoáveis para sua justificação; e (iii) quanto ao conteúdo: uma concepção política de justiça se expressa por ideias

⁴⁰⁶ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 6-7. O princípio da diferença, que preconiza a justificação moral das desigualdades econômicas e sociais desde que essas tragam, em termos distributivos, o maior benefício para os menos favorecidos, possivelmente, é o ponto mais polêmico e ambíguo da teoria rawlsiana. Para superar as críticas a esse princípio, John Rawls sustenta uma concepção fraca do princípio da diferença, somente passível de aplicação no plano de deliberação legislativa infraconstitucional, ou seja, exclui-se sua aplicação do âmbito constitucional, cf. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 209; e BARCELLOS, Ana Paula de. *A eficácia jurídica dos princípios constitucionais: O princípio da dignidade da pessoa humana*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 149.

⁴⁰⁷ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 9.

⁴⁰⁸ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 13-17.

⁴⁰⁹ Tal assertiva não impede, embora problemática, a admissão da extensão de uma concepção política de justiça no âmbito internacional, o que é trabalhado na obra *O Direito dos Povos*, conforme será ressaltado a seguir. V. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 14 e 22.

fundamentais próprias da cultura pública de uma sociedade democrática, na qual as instituições sociais bem-ordenadas compartilham ideais comuns, em prol de um sistema equitativo de cooperação entre cidadãos livres e iguais ao longo do tempo, capaz de gerar algum grau de consenso sobreposto.

Sendo assim, quanto ao objeto, mostra-se importante perceber a preocupação com um desenho institucional regulatório adequado a conciliar demandas plurais próprias de um regime constitucional democrático com o propósito básico de viabilizar a cooperação social ao longo prazo em termos sustentáveis.

Para tanto, a coesão e a coercitividade necessárias à formação do consenso sobreposto razoável implicam no fato de que a sociedade, em tese, deve ser tida como fechada a influências externas, a fim de firmar-se o compromisso institucional com as decisões políticas fundamentais.

Além disso, *O Liberalismo Político*, teoricamente, não se prende a valores morais relativos a quaisquer doutrinas abrangentes razoáveis existentes na sociedade⁴¹⁰, pois o seu objeto é, justamente, o de viabilizar o acertamento consensual de decisões políticas fundamentais com base em razões públicas definidas em conformidade com o critério da reciprocidade,⁴¹¹ sobretudo para elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica, do que resulta em instituições capazes de garantir, ao longo do tempo, consensos sobrepostos razoáveis.

Embora seja um objetivo idealizado, uma concepção política de justiça deve buscar, racionalmente, a conquista do apoio de um consenso sobreposto razoável, face o pluralismo razoável, com foco nos elementos constitucionais essenciais e nas questões de justiça básica.⁴¹²

É importante frisar que a filosofia política de John Rawls não ignora a racionalidade humana individual. É evidente que os cidadãos, na esfera individual, têm ampla legitimidade para perseguir seus próprios interesses, a fim de concretizar seus planos existenciais próprios de vida.

⁴¹⁰ Segundo John Rawls, a imposição de uma doutrina abrangente razoável específica só se mantém, ao longo do tempo, através do uso opressivo do poder estatal - “o fato da opressão” -, o que é incompatível com sociedades democráticas. V. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 44.

⁴¹¹ Em regimes democráticos, espera-se haver a adoção de uma concepção política de justiça por doutrinas abrangentes razoáveis distintas, ainda que haja dissensos entre elas. V. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 45.

⁴¹² RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 42-43.

No entanto, há questões políticas que extravazam a esfera individual e necessitam, por isso, de decisões externas – ou heterônomas – ao indivíduo para a estabilidade harmônica da sociedade ao longo do tempo.⁴¹³

Assim sendo, se todos os cidadãos são livres e iguais, dentre todas as estratégias possíveis, em termos racionais, para a deliberação democrática no âmbito público, a estratégia mais eficaz, sem dúvidas, é a que gera consensos razoáveis baseados em intenções cooperativas que todos respeitam ao longo do tempo.⁴¹⁴

Nesse sentido, é possível dizer que os cidadãos, livres e iguais, adotam posturas razoáveis quando “se dispõem a propor princípios e critérios que possam constituir termos equitativos de cooperação e quando se dispõem, voluntariamente, a submeter-se a eles, dada a garantia de que os outros farão o mesmo”,⁴¹⁵ de modo que as controvérsias cingem-se aos termos equitativos das propostas razoavelmente postas à discussão pública,⁴¹⁶ as quais serão resolvidas à luz do critério da reciprocidade, em que os termos equitativos podem ser razoavelmente aceitos por todos.⁴¹⁷ O razoável, portanto, é incompatível com o puro egoísmo.

No âmbito da sociedade democrática constitucional, não há o monopólio da racionalidade ou da razoabilidade haja vista o pluralismo de opiniões possíveis sobre

⁴¹³ Segundo Cláudio Pereira de Souza Neto, “através da democracia, é possível reconciliar a ética e a política, a moral e o direito. Lembre-se que, segundo as distinções tradicionais entre ética e política, moral e direito, as primeiras ensejam um contexto de autonomia, já que só agimos de acordo com as normas morais as quais aderimos, ao passo que os segundos levam a uma situação de heteronomia, por sermos obrigados a agir de acordo com as normas impostas pelo estado. Com a democracia, no entanto, também há autonomia quando o povo está submetido ao domínio do direito e do estado. Se o povo é governado pelo estado, e a vontade estatal não é senão a vontade popular, o povo é governado por sua própria vontade” (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *Teoria constitucional e democracia deliberativa: um estudo sobre o papel do direito na garantia das condições para a cooperação na deliberação democrática*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 41).

⁴¹⁴ Conquanto não se possa derivar o razoável do racional, dentro da perspectiva de cooperação equitativa, “o razoável e o racional são noções complementares” (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 61). Prossegue John Rawls com a seguinte afirmação, *in verbis*: “Como seres razoáveis e racionais, temos de fazer diferentes tipos de julgamento. Como seres racionais, devemos equilibrar nossos diferentes fins a avaliar o lugar apropriado de cada um deles em nosso modo de vida, e fazer isso nos confronta com as sérias dificuldades de realizar julgamentos corretos de racionalidade. Por outro lado, como seres razoáveis, temos de avaliar a força das demandas das pessoas, não somente em contraposição às nossas, mas entre si, ou em relação a nossas práticas e instituições comuns, e tudo isso suscita dificuldades para fazermos juízos razoáveis e válidos” (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 66).

⁴¹⁵ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 58.

⁴¹⁶ A discussão pública envolve, especialmente em casos complexos, evidências empíricas e científicas, acompanhadas, geralmente, por divergência na interpretação de fatos e afetada pela experiência de vida de cada um, cf. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 67-68.

⁴¹⁷ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 59.

questões políticas fundamentais. O que há são doutrinas abrangentes, amparadas pelas suas próprias razões, as quais podem ser consideradas razoáveis aos propósitos de um desenho institucional adequado para a estrutura básica da sociedade, segundo o critério da reciprocidade próprio do ideal de razão pública.

À evidência, definir, de forma estrita, doutrinas abrangentes razoáveis é tarefa difícil, o que impõe, em contrapartida, certa maleabilidade, máxime porque há uma variedade delas. Quanto ao ponto, John Rawls estabelece três características centrais,⁴¹⁸ quais sejam: (i) a doutrina abrangente razoável é um exercício de razão teórica que organiza valores compatíveis entre si com pretensão de coerência interna, distinguindo-se, por isso, das demais; (ii) é um exercício de razão prática⁴¹⁹ porque seleciona e atribui prioridade a determinados valores específicos; e (iii) parte, em geral, de uma tradição de pensamento ou doutrina específica, o que lhe confere relativa estabilidade ideológica ao longo da história.

Assim, as doutrinas abrangentes razoáveis interagem no âmbito da discussão pública plural e buscam firmar consensos sem reprimir visões abrangentes razoáveis distintas,⁴²⁰ em respeito à igual cidadania daqueles que defendem posições diversas. Esse é o ideal político inerente à cidadania democrática, em que o “conteúdo desse ideal compreende aquilo que cidadãos livres e iguais podem razoavelmente exigir uns dos outros com respeito às suas visões abrangentes razoáveis”.⁴²¹

Todo esse esforço deliberativo dialético dos cidadãos no âmbito das instituições públicas tem um objetivo claro: definir consensos sobrepostos razoáveis sobre questões políticas fundamentais. Somente assim é possível vislumbrar a construção de um ambiente social razoavelmente estável ao longo do tempo, na busca de um construtivismo político⁴²² que sustente uma concepção política razoável de justiça.

⁴¹⁸ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 70-71.

⁴¹⁹ Importa esclarecer que John Rawls não parte de uma concepção de razão prática, mas, ao contrário, dá conteúdo a uma ideia de razão prática, cf. RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 113.

⁴²⁰ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 72.

⁴²¹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 74.

⁴²² Essa é a síntese de John Rawls acerca do construtivismo político, *in verbis*: “o significado pleno de uma concepção política construtivista encontra-se em sua relação com o fato do pluralismo razoável e com a necessidade que uma sociedade democrática tem de assegurar um consenso sobreposto acerca dos seus valores políticos fundamentais” (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 107).

Nesse sentido, o procedimento político de construção estrutural do modelo de regulação básica da sociedade tem a pretensão de ser apto a: (i) estabelecer o alcance e o conteúdo dos princípios de justiça política aplicáveis às instituições, (ii) com base em deliberações públicas amparadas por razões práticas, (iii) cujos destinatários são os cidadãos livres e iguais que integram a sociedade política organizada, enquanto sistema equitativo de cooperação social ao longo do tempo, (iv) fundado na ideia do razoável e sem apelo a um conceito de verdade ou valores morais genéricos.⁴²³

Assim sendo, o construtivismo político vale-se da ideia do razoável como viabilizador de um consenso sobreposto de doutrinas abrangentes e se apóia no equilíbrio reflexivo, a fim de permitir que a regulação da estrutura básica da sociedade possa ser revista, publicamente, a qualquer tempo.

Em outras palavras, o construtivismo político proporciona uma base pública e suficiente de justificação dinâmica das questões políticas, fundamentada na razão prática, assumindo a razoabilidade o padrão de correção da atuação política.⁴²⁴

Logo, as ideias fundamentais e o construtivismo político fornecem elementos teóricos iniciais importantes à estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

Quanto à ideia de razão prática, revela-se o caráter pragmático da filosofia política de John Rawls⁴²⁵, na medida em que: (i) nega conceitos de verdade, (ii) enfatiza a importância do contexto decisório e (iii) e reputa necessária à análise das consequências das decisões sobre questões políticas fundamentais.⁴²⁶

⁴²³ São essas as características do construtivismo político. V. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 110-111.

⁴²⁴ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 151.

⁴²⁵ Dentre diversos trabalhos que preconizam a possibilidade de se aplicar o pragmatismo à teoria política normativa de John Rawls, V. MENDONÇA, José Vicente. *A Captura Democrática da Constituição Econômica: uma proposta de releitura das atividades públicas de fomento, disciplina e intervenção direta na economia à luz do pragmatismo e da razão pública*. Tese de doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito. Rio de Janeiro, 2010.

⁴²⁶ As características essenciais do pragmatismo são as seguintes, *in verbis*: “O pragmatismo rejeita as especulações filosóficas muito abstratas e desvinculadas da realidade concreta, como as da metafísica. Ele tem como características fundamentais o anti-fundacionalismo, o contextualismo e o consequencialismo. O anti-fundacionalismo é a rejeição da busca de qualquer fundamento último para as teorias e argumentos. O contextualismo enfatiza a importância do contexto histórico e das experiências humanas de cada sujeito nas investigações científicas ou discussões teóricas. Nesse sentido, o contextualismo se aproxima do relativismo. Já o consequencialismo preconiza que se priorizem sempre as soluções que produzam melhores resultados práticos” (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 120). Em sentido similar, Margarida Lacombe Camargo arrola cinco características do pragmatismo com pretensão de aplicação ao Direito: (i) antifundacionalismo; (ii) contextualismo; (iii) instrumentalismo; (iv) consequencialismo; e (v) interdisciplinariedade, cf. CAMARGO, Margarida

Especificamente com relação aos propósitos de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, segundo já enfatizado, a estabilidade monetária serve a aspirações de justiça alocativa e distributiva por razões públicas, pois, ao mesmo tempo em que estimula projetos econômicos de longo prazo, traz um nível razoável de segurança e transparência para o exercício estimulado da liberdade financeira dos agentes econômicos, sem prejuízo de minimizar distorções econômicas e proteger os menos favorecidos dos efeitos mais intensos do fenômeno inflacionário sobre eles, o que atende ao princípio da diferença,⁴²⁷ conforme o critério da reciprocidade.

Além disso, a razão pública, que dá conteúdo à razão prática, impõe que os focos de riscos sistêmicos sejam monitorados através de uma regulação financeira adequada à conjuntura econômica para evitar-se distorções alocativas excessivas na formação de preços de mercado, mediante o acompanhamento de todos os possíveis efeitos negativos que possam advir de falhas de mercado e/ou falhas de Estado, com a justificação pública das decisões pelos reguladores financeiros, devidamente articulados e dotados de autonomia operacional reforçada em relação aos processos políticos ordinários.

Enfim, são essas as preocupações que devem moldar o desenho institucional para a estrutura regulatória da sociedade, capaz de assegurar a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, sem apelos a conceitos de verdade e valores morais genéricos, evitando-se excessos filosóficos e teóricos.

Por fim, vale frisar que *O Liberalismo Político* pressupõe que a estrutura básica da sociedade é fechada, o que confere coesão social cooperativa ao longo do tempo e, simultaneamente, assegura a coercitividade acerca do cumprimento dos arranjos equitativos firmados no âmbito das instituições.

Acima de tudo, o poder político é sempre um poder coercitivo fundamentado nas decisões políticas coletivas, com algum grau de responsabilização e sanção aplicáveis às instituições que não cumprem o acordo equitativo firmado entre todos os cidadãos livres e iguais. Por isso, conforme será ressaltado a seguir, deliberações financeiras oriundas de organismos internacionais, embora muito importantes ao país, devem ser filtradas no

Lacombe. *O Pragmatismo no Supremo Tribunal Federal Brasileiro*. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel; BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Vinte Anos da Constituição Federal de 1988*. Lumen Juris, 2009, p. 367-368.

⁴²⁷ Sobre a compatibilidade da estabilidade monetária com os princípios de justiça particulares de John Rawls, v. ERLING, Marlos Lopes Godinho. *A compatibilidade da estabilidade monetária com os princípios de Justiça de John Rawls*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 14, v. 54, 2011, p. 46-57.

âmbito das instituições regulatórias financeiras nacionais, em atenção ao construtivismo político e ao ideal de democracia deliberativa.

Assim, evidencia-se a legitimidade estrutural geral da autoridade das instituições, em que o exercício do poder político é adequado “quando é exercido em conformidade com uma Constituição, cujos elementos essenciais se pode razoavelmente esperar que todos os cidadãos, em sua condição de livres e iguais, endossem”.⁴²⁸

2.2.2 A formação de um consenso sobreposto razoável e a razão pública na regulação financeira sistêmica da democracia constitucional brasileira.

Conquanto a ideia de consenso sobreposto razoável já tenha sido apresentada no tópico anterior, há a necessidade de aprofundamento de alguns aspectos, mormente porque ela constitui uma das ideias centrais do liberalismo político de John Rawls, inclusive com a apresentação das principais críticas e as respectivas respostas a elas.

Devido à necessidade de unidade e estabilidade social, uma sociedade democrática bem-ordenada, considerado o pluralismo razoável, deve almejar consensos sobrepostos oriundos de doutrinas abrangentes razoáveis,⁴²⁹ enquanto “produto característico da razão prática ao longo do tempo sob instituições livres e duradouras”,⁴³⁰ a fim de resolver controvérsias sobre elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica, atribuindo-se prioridade a argumentos exclusivamente políticos.⁴³¹

Conforme apresentado por John Rawls, as críticas à ideia de consenso sobreposto podem ser enumeradas da seguinte forma: (i) questões políticas fundamentais são decididas do forma circunstancial, em razão do que a estabilidade pode ser, no máximo, produto contingente do *modus vivendi* social; (ii) a ideia de consenso sobreposto é cética ou indiferente a valores morais, alicerçando-se, somente, na mera razoabilidade de uma concepção política de justiça; (iii) o objeto do consenso sobreposto é limitado, o que é inapropriado a pretensões políticas abrangentes para uma

⁴²⁸ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 161.

⁴²⁹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 157.

⁴³⁰ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 159.

⁴³¹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 162.

concepção correta de justiça; e (iv) a ideia de consenso sobreposto é utópica, pois insustentável à luz das forças políticas que atuam no âmbito social.

Quanto à primeira crítica, a própria ideia de consenso sobreposto é a resposta, pois a pretensão que constitui o seu objeto é a de fundamentar acordos cooperativos equitativos voltados à estabilidade social de longo prazo, em um contexto caracterizado pelo fato do pluralismo razoável, notadamente para as sociedades democráticas constitucionais. Vale dizer, não se quer a estabilidade como *modus vivendi*, mas como elemento essencial de um projeto institucional cooperativo ao longo do tempo.⁴³²

A acusação de ceticismo ou indiferença moral também não se sustenta, pois o construtivismo político demonstra que a busca de uma concepção política verdadeira de justiça é uma pretensão inatingível em sociedades democráticas plurais e, ao contrário, o consenso sobreposto se abre às inúmeras doutrinas abrangentes razoáveis para a sua legitimação.⁴³³

Em outras palavras, diante do fato do pluralismo razoável, uma base de justificação pública não pode estar fundamentada em uma doutrina abrangente tida por verdadeira, sob pena de falhar na meta de atingir um consenso sobreposto; questões controversas em sociedades plurais são inevitáveis e uma concepção política deve lidar com isso.⁴³⁴

A terceira crítica, de igual modo, é frágil. O dissenso político inerente ao pluralismo razoável obriga a filosofia política a formular uma concepção política, com certo grau de abstração, em prol do respeito e consideração de todas doutrinas abrangentes razoáveis,⁴³⁵ o que, por outro lado, não significa a necessidade de ser abrangente e geral, sobretudo para evitar o recurso argumentativo indesejado a valores morais genéricos e/ou intenções perfeccionistas, haja vista o foco nas questões políticas fundamentais.

Por isso, o foco de uma concepção política razoável de justiça deve ser estabelecido para tratar de elementos constitucionais e questões de justiça básica, os quais são os temas mais importantes à base da cooperação social ao longo do tempo. Segundo John Rawls, em última análise, uma concepção política deve pretender

⁴³² RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 174.

⁴³³ Cf. GARGARELLA, Roberto. *As teorias de justiça depois de Rawls: um breve manual de filosofia política*. Trad. Alonso Reis Freire. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2008, p. 232.

⁴³⁴ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 177-178.

⁴³⁵ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 183.

“somente uma estrutura de deliberação e reflexão que serve de guia e pode nos ajudar a alcançar um acordo político, pelo menos sobre os elementos constitucionais essenciais e sobre as questões de justiça básica”.⁴³⁶

A última crítica, por certo, é a mais poderosa, razão pela qual John Rawls a responde em duas etapas, quais sejam, o consenso constitucional e a formação de um consenso sobreposto.

Na primeira etapa, relativa ao consenso constitucional, a ideia de consenso sobreposto deixa de ser utópica na medida em que a sociedade democrática estabelece uma Constituição como fonte prescritiva principal dos padrões políticos de atuação cooperativa ao longo do tempo, na qual se extraem princípios liberais de justiça política que devem ser especificados, quanto à sua concretização, no âmbito da democracia deliberativa.

Espera-se, nesse sentido, que o consenso sobreposto não seja profundo, devido ao fato do pluralismo razoável, mas que a cultura pública da sociedade democrática se mova no sentido de gerar, com a evolução progressiva das deliberações públicas e o surgimento da confiança mútua entre todos, a formação de consensos sobrepostos em prol da estabilidade social de longo prazo. Assim, John Rawls imagina a progressão gradual de uma situação de mero *modus vivendi*, que evolui do consenso constitucional, culminando, no fim, com o estabelecimento de um consenso sobreposto.

A propósito, John Rawls apresenta requisitos de um consenso constitucional estável. Segundo o autor, dado o pluralismo razoável, a estabilidade social é alcançada quando observados os seguintes aspectos: (i) há a fixação do conteúdos de direitos e liberdades políticas fundamentais com prioridade especial, o que os põe fora da agenda política ou cálculos de interesses sociais conjunturais;⁴³⁷ (ii) tal fixação se fundamenta no ideal de razão pública, o qual se vale de evidências empíricas, informações idôneas e sem apelo direto a doutrinas abrangentes razoáveis para uma deliberação pública razoável, o que traz credibilidade a todos;⁴³⁸ e (iii) as instituições políticas básicas, ao incorporar os direitos e liberdades políticas fundamentais com base no ideal de razão pública, passam a funcionar de forma efetiva ao longo de tempo.

⁴³⁶ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 184.

⁴³⁷ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 190.

⁴³⁸ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 191.

Simultaneamente, todo esse processo tende a estimular, progressivamente, termos equitativos de cooperação política no sentido da criação paulatina e sequencial de “um espírito de compromisso e uma disposição de fazer concessões mútuas, virtudes que têm relação com a disposição de cooperar com outros com base em termos políticos que todos podem aceitar publicamente”,⁴³⁹ o que aumenta a confiança institucional na medida em que bons resultados são atingidos.

Logo, as forças inerentes ao consenso constitucional se voltam na direção do estabelecimento de consensos sobrepostos razoáveis, eis que o ideal democrático consiste na compreensão da sociedade como um sistema equitativo de cooperação social, em que as pessoas são livres e iguais.

À evidência, se a plenitude do consenso sobreposto é quase impossível, os grupos políticos rivais, representativos dos diversos interesses sociais e econômicos, serão forçados a interagir entre si na busca de adesões para firmar consensos, mesmo com aqueles que não compartilham sua doutrina abrangente no fórum de discussão pública, haja vista a tendência racional clara no sentido de se sustentar posições políticas⁴⁴⁰ com vistas a atingir a aceitação pública mais ampla possível, a fim de atingir-se uma maioria com pretensões de estabilidade.⁴⁴¹

Explicado o processo de formação de consensos sobrepostos razoáveis, passa-se a analisar, especificamente, os aspectos fundamentais do ideal de razão pública.

A propósito, John Rawls dedica a Conferência VI do *Liberalismo Político* à razão pública, mas traz explicações adicionais desse ideal em artigo apartado, intitulado *A ideia de razão pública revista*, no qual o autor revisita toda a sua concepção de filosofia política à luz do ideal de razão pública.

Conforme já ressaltado, uma sociedade democrática constitucional bem-ordenada é caracterizada pelo pluralismo razoável, na qual múltiplas doutrinas abrangentes razoáveis e conflitantes sob o ponto de vista moral interagem e só atingem a estabilidade pelas razões certas através do ideal de razão pública, que tem a aptidão de gerar consensos sobrepostos razoáveis capazes de superar as divergências derivadas das

⁴³⁹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 192.

⁴⁴⁰ Quanto à amplitude, o consenso constitucional puramente político e procedimental é muito estreito, ou seja, os direitos e liberdades fundamentais devem estar na pauta deliberativa, cf. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 196.

⁴⁴¹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 195-198.

doutrinas abrangentes razoáveis, a partir da “ideia de politicamente razoável dirigido aos cidadãos como cidadãos”.⁴⁴²

A esse respeito, a razão pública serve à sociedade democrática como padrão público de atuação planejada e inclusiva de suas ações, de modo a criar-se instituições e procedimentos deliberativos que, em um contexto plural, tendam a gerar consensos sobre questões políticas fundamentais.

Tal circunstância, por sua vez, resulta de uma exigência própria da racionalidade democrática, onde pretensões diversas serão levadas à deliberação nas principais instituições políticas e é razoável esperar que todos sejam, em algum grau, atendidos,⁴⁴³ sobretudo quanto a elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica.

À luz do construtivismo político e da razão prática, é impossível cogitar a busca da verdade na política, mas o estabelecimento acertado de bases equitativas de cooperação ao longo do tempo nas instituições políticas através da cidadania democrática.

Em suas palavras, John Rawls afirma que “o zelo de incorporar a verdade na política é incompatível com uma ideia de razão pública que faça parte da cidadania democrática”,⁴⁴⁴ de modo que “a razão pública é característica de um povo democrático: é a razão de seus cidadãos, daqueles que compartilham do *status* da cidadania igual”,⁴⁴⁵ embora seja dinâmica e, portanto, sujeita à revisões.⁴⁴⁶

⁴⁴² RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 174. Em complemento a essa afirmação, John Rawls arremata com a seguinte consideração, *in verbis*: “A ideia de razão pública explicita no nível mais profundo os valores morais e políticos que devem determinar a relação de um governo democrático constitucional com os seus cidadãos e a relação destes entre si. Aqueles que rejeitam a democracia constitucional com o seu critério de reciprocidade, rejeitarão, naturalmente, a própria ideia de razão pública” (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 174-175).

⁴⁴³ Conforme preconizado pelo autor, *in verbis*: “Uma sociedade política e, na verdade, todo agente razoável e racional, quer seja um indivíduo, uma família ou uma associação, ou mesmo uma confederação de sociedades políticas, tem um modo de formular seus planos, de colocar seus fins em uma ordem de prioridades e de tomar suas decisões em conformidade com tais planos e prioridades. A maneira como uma sociedade política faz isso é sua razão” (RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 250).

⁴⁴⁴ RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 175.

⁴⁴⁵ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 250.

⁴⁴⁶ RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 188.

Nesse sentido, John Rawls atribui ao ideal de razão pública alguns aspectos prioritários básicos para a compreensão do seu alcance e conteúdo. A propósito, o ideal de razão pública, enquanto razão de cidadãos livres e iguais, recai, essencialmente, sobre questões políticas fundamentais, quais sejam, os elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica, discutidas no fórum público das instituições políticas oficiais pelos agentes políticos – juízes, integrantes da Administração Pública (funcionários do governo) e candidatos a cargos políticos -, onde a interação pública entre as concepções políticas razoáveis de justiça deve se pautar pelo critério da reciprocidade, com vistas a gerar-se consensos sobrepostos razoáveis⁴⁴⁷.

Não obstante, as questões políticas fundamentais envolvem, igualmente, o desenho institucional da estrutura básica da sociedade, máxime as principais instituições políticas, vistas como um esquema unificado de cooperação imparcial perante as doutrinas abrangentes, conforme as ideias fundamentais da cultura política pública de uma sociedade democrática⁴⁴⁸ e valores da razão pública, de modo que “a estrutura básica e suas políticas públicas devem ser justificáveis a todos os cidadãos”.⁴⁴⁹

Assim, espera-se a concretização do acertamento de bases equitativas de cooperação sustentável ao longo do tempo, cujo conteúdo adquire legitimidade democrática em razão do resultado deliberativo consensual, com a atribuição de caráter coercitivo aos termos cooperativos firmados.

Isso ocorre, frise-se, em instâncias oficiais, pois a cultura plural da sociedade civil – ou cultura de fundo -, na qual os cidadãos livres e iguais praticam sua autonomia política de forma livre quanto à expressão de opiniões, não enseja a necessidade de aplicação da razão pública; vale dizer, há razões públicas e não públicas.⁴⁵⁰

⁴⁴⁷ A concretização do ideal de razão pública é assim sintetizado por John Rawls, *in verbis*: “*esse ideal é concretizado, ou satisfeito, sempre que os juízes, legisladores, executivos principais e outros funcionários do governo, assim como candidatos a cargo público, atuam a partir da ideia de razão pública, a seguem e explicam a outros cidadãos suas razões para sustentar posições políticas fundamentais em função da concepção política de justiça que consideram como a mais razoável. Dessa maneira, satisfazem o que chamarei o seu dever de civilidade mútua e para com outros cidadãos*” (RAWLS, John. *A ideia de razão pública revista*. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 178).

⁴⁴⁸ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 263-264.

⁴⁴⁹ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 265.

⁴⁵⁰ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 250. Razões não públicas são definidas da seguinte forma, *in verbis*: “*As razões não públicas abarcam as muitas razões da sociedade civil e pertencem àquilo que denominei ‘cultura de fundo’, em oposição à cultura política pública. Essas razões são sociais e de modo algum são*

Em outras palavras, a limitação do objeto do ideal da razão pública é proposital à priorização dos debates sobre questões políticas fundamentais nas instâncias deliberativas oficiais, embora John Rawls reconheça ser possível e desejável o uso da razão pública para resolver questões políticas gerais⁴⁵¹ ou o uso de razões não-públicas, desde que acompanhadas de razões públicas, nas instâncias políticas oficiais.

Em relação à razoabilidade, John Rawls considera que os cidadãos são razoáveis quando: (i) agem como livres e iguais, (ii) externam opiniões aderentes a um sistema de cooperação social ao longo do tempo e (iii) vinculam-se a oferecer uns aos outros termos justos de cooperação, em prol da mútua aceitação da justiça razoável de uma decisão com razões compartilháveis, ainda que a concordância seja mínima em face das diversas concepções políticas liberais razoáveis,⁴⁵² em atenção ao critério da reciprocidade,⁴⁵³ que é aplicável no nível constitucional e infraconstitucional.⁴⁵⁴

Sendo assim, a aplicação do critério da reciprocidade, ínsito ao ideal de razão pública, tem a aptidão de levar a um consenso de sobreposição razoável de doutrinas abrangentes no âmbito da sociedade democrática constitucional. Independentemente da improvável geração de consensos amplos, o mais importante é que as deliberações políticas dos cidadãos, livres e iguais, sejam pautadas pelo critério da reciprocidade, em que todos os participantes assumem o ônus deliberativo de explicar publicamente sua

privadas” (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 259). São exemplos de razões não-públicas as razões levadas ao conhecimento público pelos meios de comunicação, associações civis e religiosas, dentre outros.

⁴⁵¹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 253-254.

⁴⁵² As características essenciais das concepções políticas liberais são as seguintes: (i) a defesa de direitos, liberdades e oportunidades básicas, (ii) com prioridade desses em relação a reivindicações de bem comum e valores perfeccionistas e, por fim, (iii) a instituição de meios a todos para assegurar a eficácia de tais liberdades, sob a premissa comum de que os cidadãos são livres e iguais, vivem em uma sociedade com pretensões de justiça cooperativa ao longo do tempo voltadas à preservação de princípios substantivos de justiça para além da justiça procedimental, aplicáveis às instituições políticas (RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 185-186).

⁴⁵³ RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 180. A definição do alcance do critério da reciprocidade é a seguinte, *in verbis*: “O critério da reciprocidade exige que, quando esses termos são propostos como os termos de cooperação justa mais razoáveis, quem os propõe pense também que é ao menos razoável que os outros os aceitem como cidadãos livres e iguais, não dominados, nem manipulados, ou sob a pressão de uma posição política ou social inferior” (*Ibid.*, p. 180).

⁴⁵⁴ RAWLS, John. A ideia de razão pública revista. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 181.

opinião, com a confiança mútua de se buscar um equilíbrio razoável da valores políticos públicos, segundo as condições históricas e sociais vigentes.⁴⁵⁵

Nesse sentido, em termos práticos, a razão pública deve se valer de fatores incontroversos ou amplamente majoritários de investigação científica, sem pretensões muito abrangentes, a fim de viabilizar a cooperação entre doutrinas abrangentes razoáveis, de modo a construir, nas instâncias deliberativas oficiais, argumentos universalizáveis, passíveis de aceitação ampla por cidadãos livres e iguais.⁴⁵⁶

Pois bem, inúmeras críticas foram formuladas a respeito do ideal de razão pública, que podem ser resumidas em cinco principais, a saber: (i) o ideal de razão pública é estéril, porquanto insensível aos debates circunstanciais mais polêmicos, o que pode gerar omissão na proteção de direitos; (ii) é impossível, pois os debates públicos reais não são pautados por um único critério, vale dizer, o máximo que se pode exigir é algum nível de transparência na discussão política; (iii) não é um critério eficaz específico de deliberação e não afasta, em razão disso, razões não-públicas; (iv) pode ser insuficiente para uma deliberação pública legítima; e (v) é incoerente, eis que não viabiliza, de forma adequada, a autonomia política individual no espaço público.⁴⁵⁷

Respeitáveis as críticas, é possível responder a todas elas. O ideal de razão pública não é estéril, pois sua aplicação é possível a qualquer tema político, polêmico ou não, submetido à deliberação pública. Pelo contrário, o ideal de razão pública é extremamente útil como critério de orientação prática para a produção de decisões políticas universalizáveis e inclusivas, em consonância com o critério da reciprocidade.

Com relação à alegação de que o ideal de razão pública é genérico, é interessante notar que John Rawls “reconhece que não serão todos os casos que poderão ser decididos com base em razões públicas. Para esses, recomenda a decisão por intermédio de votação, mas uma votação precedida da deliberação pública”.⁴⁵⁸

Com efeito, tal circunstância não desnatura a importância da exigência de apresentação de razões públicas como ideia reguladora da democracia deliberativa, em favor da produção, análise e aceitação de razões universalizáveis, sobretudo para elementos constitucionais essenciais e questões de justiça básica.

⁴⁵⁵ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 294-298, *passim*.

⁴⁵⁶ Cf. MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Op. Cit.*, p. 152.

⁴⁵⁷ MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Op. Cit.*, p. 156-164.

⁴⁵⁸ MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Op. Cit.*, p. 166.

Por fim, o ideal de razão pública é coerente, eis que oferece um padrão específico de argumentação para o exercício da autonomia política na deliberação pública, sendo diversos os resultados possíveis.

Notadamente, o ideal de razão pública constitui um grande desafio prático nas sociedades democráticas constitucionais. Instâncias deliberativas plurais, naturalmente, lidam com divergências e tensões argumentativas, bem como são influenciadas pela racionalidade limitada dos participantes e a tendência fraca à mudança de opinião, sem prejuízo da possibilidade do desenvolvimento de estratégias políticas parciais, obscuras, autointeressadas ou de obstrução da pauta deliberativa.

No entanto, a transparência gerada pelo diálogo político livre e aberto direcionado à formação de consensos tem potencialidades positivas significativas, o que justifica a defesa do ideal de razão pública, em prol da construção legítima e progressiva de desenhos institucionais eficientes ao propósito de produzir os melhores resultados possíveis, pautados em razões universalizáveis e inclusivas.

Nesse sentido, é possível extrair algumas conclusões parciais com eficácia prática significativa.

As decisões tomadas pelas instituições responsáveis pela regulação financeira sistêmica devem atender à exigência de prestação pública de contas (*accountability*) através de razões públicas, as quais, por natureza, devem ser razoáveis no sentido de tratar todos os cidadãos como livres e iguais (inclusivas) com propósitos regulatórios sustentáveis ao longo do tempo.

Sendo assim, as decisões regulatórias devem estar justificadas a partir de diagnósticos e prognósticos de longo prazo, além de prezar pela imparcialidade, vale dizer, a fundamentação da ação política financeira não deve reportar-se a apelos teóricos específicos ou desejos de segmentos sociais, setores econômicos específicos ou programas imediatistas de governo, mas ser compatível com os objetivos regulatórios, a fim de dar conteúdo à razão prática regulatória.

Sem embargo, a estabilidade financeira deve receber, também sob o ângulo da razão prática, algum grau de proteção institucional contra ímpetos políticos de curto prazo, com vistas a cumprir a aludida imparcialidade exigida para a justificação de suas decisões, baseadas no ideal de razão pública, pois a experiência mostra a importância da

“definição de instituições estáveis e colocadas ao abrigo de impulsos e iniciativas ávidas de obtenção de resultados retumbantes a curto prazo”⁴⁵⁹ no âmbito financeiro.

Quanto à política monetária, conforme está amplamente demonstrado, em termos empíricos, a ampliação de oferta monetária deve seguir, razoavelmente, a efetiva demanda monetária da economia, mensurada a partir do aumento de produtividade e crescimento econômico do país.

Desse modo, quaisquer intenções públicas institucionais de aumento excessivo da oferta monetária (ou crédito) geram distorções alocativas e distributivas prejudiciais à livre iniciativa econômica sustentável ao longo do tempo, acompanhadas pelo ônus de impor aos menos favorecidos – que sofrem os efeitos mais intensos do fenômeno inflacionário – uma perda patrimonial significativa, o que agrava desigualdades econômicas e sociais.⁴⁶⁰

Portanto, o critério da reciprocidade, próprio do ideal da razão pública, impede que os benefícios do controle sistêmico adequado e transparente da inflação sejam desconsiderados em um Estado democrático que preza por uma política monetária sustentável, do que se infere a impropriedade do uso excessivo de instrumentos monetários para estimular a economia se há uma probabilidade razoável de impacto forte na inflação.

O descontrole da inflação, enquanto fenômeno monetário é, acima de tudo, um fenômeno de disfunção política,⁴⁶¹ que acarreta distorções graves de alocação e distribuição de recursos sociais, em detrimento da segurança e estabilidade sistêmica

⁴⁵⁹ NUSDEO, Fábio. *Desenvolvimento econômico – Um retrospecto e algumas perspectivas*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 23.

⁴⁶⁰ É de se notar que a gestão da política monetária se relaciona com a gestão da política cambial, de modo que os fatores macroeconômicos ligados à valorização ou não do Real no mercado internacional de moedas internacionais repercutem na política monetária do país. Adotado, oficialmente, o regime de câmbio flutuante no Brasil, integra o ideal da razão pública, para fins de política monetária, a exigência de formulação de considerações sobre o mercado internacional de câmbio. É importante reiterar, quanto ao ponto, que o uso ostensivo de instrumentos cambiais de curto prazo para um controle forte de fluxos monetários no Brasil nunca foi bem sucedida; ao contrário, quase sempre produziu distorções negativas ao sistema financeiro nacional, com benefícios privados apropriados, somente, pelos setores exportadores em detrimento da sociedade como um todo, o que evidencia, via de regra, a frágil legitimidade do uso da política cambial para fins de política comercial, industrial ou de emprego. Nesse sentido, a estratégia regulatória brasileira atual de adoção do regime de câmbio flutuante mostrou-se a mais adequada à estabilidade financeira sustentável do país nos últimos anos, o que vai ao encontro das recomendações internacionais, sobretudo do Fundo Monetário Internacional (FMI).

⁴⁶¹ Conforme destaca Niall Ferguson, “a inflação é um fenômeno monetário, como disse Milton Friedman. Mas a hiperinflação é sempre, e em todos os lugares, um fenômeno político, pois ela não pode ocorrer sem uma fundamental disfunção da política monetária” (FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 101).

para o exercício da liberdade econômica, além de atingir, mais intensamente, os menos favorecidos, sendo esse efeito negativo reconhecido, inclusive, por John Maynard Keynes, em obra anterior a *The General Theory of Employment, Interest and Money*.⁴⁶²

Tal propósito, inclusive, repercute em favor de um regime de câmbio flutuante tal como adotado para o Brasil, enquanto política liberal que impede aumentos arbitrários de preços no âmbito doméstico, sem prejuízo de fato de que políticas cambiais rígidas, segundo estudos empíricos e históricos, não se mostraram meios idôneos de controle da inflação no longo prazo.

Por outro lado, não é reprovável, *per se*, que o Estado busque estimular ou desenvolver a economia através do aumento de dívida pública, dentro de um contexto de controle sistêmico de endividamento público sustentável, segundo necessidades de conjuntura econômica.

No entanto, potencialidades de geração de alguma repercussão nos preços de mercado (inflação) não podem ser negligenciadas, eis que não se pode perder de vista que a estabilidade monetária é questão de justiça básica e, por isso, devem haver razões públicas muito fortes que justifiquem tais medidas para a proteção de todos os cidadãos livres e iguais contra um cenário tendente à inflação⁴⁶³.

Além disso, certamente, no debate plural entre economistas ortodoxos, ligados mais diretamente à escola monetarista, e heterodoxos de toda ordem, é possível inferir um espaço de consenso sobreposto no sentido de que a atuação financeira global do Estado, a fim de atender à questão de justiça básica inerente à estabilidade monetária,

⁴⁶² Refiro-me ao trabalho *The Economic Consequences of Peace*, de John Maynard Keynes, editado em Londres no ano de 1919, no qual é desenvolvido o seguinte diagnóstico a respeito das consequências sistêmicas negativas do processo inflacionário descontrolado, *in verbis*: “Num processo contínuo de inflação, o governo pode confiscar, secretamente e despercebido, uma parte importante da riqueza dos seus cidadãos. Por esse método, ele não apenas confisca, mas confisca arbitrariamente; e, enquanto o processo empobrece muitos, na verdade enriquece alguns. A visão desse arranjo arbitrário de riscos atinge não apenas a segurança, mas a confiança na equidade da distribuição existente de renda. Aqueles para os quais o sistema traz uma sorte inesperada... se tornam ‘proveitadores’, e são objeto de ódio da burguesia, a quem a inflação empobreceu não menos do que o proletariado. Enquanto a inflação procede... todas as relações permanentes entre devedores e credores, que formam o fundamento definitivo do capitalismo, se tornam tão completamente desordenadas que passam a ser insignificantes...” (Apud FERGUSON, Niall. *Op. Cit.*, p. 103).

⁴⁶³ Com relação ao ponto, digno de nota é o seguinte comentário de Fábio Nusdeo, *in verbis*: “Historicamente, tem-se assistido a surtos galopantes de inflação, acoplados a ambiciosos programas de desenvolvimento e por eles politicamente justificáveis. Este não é um caminho inevitável, como também é demonstrado historicamente. Inflação e desenvolvimento não são variáveis necessariamente dependentes uma da outra. No entanto, é extrema de dívidas que a ênfase neste último gera, pelo menos, tais pressões sobre a moeda que somente uma política monetária altamente responsável e refinada conseguirá jugular” (NUSDEO, Fábio. *Desenvolvimento econômico – Um retrospecto e algumas perspectivas*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 20).

deve ser planejada para cenários de longo prazo, o que dá certeza e segurança ao exercício efetivo da livre iniciativa econômica.

Sem prejuízo, o planejamento da execução da política monetária deve estar fundamentado em estudos técnicos idôneos que tragam robustez ao diagnóstico e prognóstico específico dos efeitos financeiros da atuação estatal - como, por exemplo, em casos de redução ou aumento de receitas correntes ou do endividamento público, bem como o uso de instrumentos monetários - no fenômeno inflacionário.

A propósito, isso é o que se faz hoje, através da instituição pública de metas de inflação pelo Conselho Monetário Nacional, cuja execução é efetivada, periodicamente, pelo Banco Central do Brasil através de reuniões do COPOM para fixar-se a meta para a taxa SELIC, nos termos do Decreto nº 3.088, de 1999, cujas atas são divulgadas de forma pública e imediata à finalização das reuniões, além de corroboradas por relatórios periódicos trimestrais de inflação.

Trata-se, portanto, de clara concretização específica do dever constitucional geral de planejamento público transparente das tarefas regulatórias estatais, com caráter vinculante, conforme o art. 174, *in fine*, da Constituição brasileira de 1988.

Essa é a essência da política monetária como questão de justiça básica, em que a moeda é medida justa de liberdade, com caráter de segurança, transparência e reciprocidade na economia, em respeito aos economicamente menos favorecidos.

Assim sendo, sem prejuízo das diversas formas legítimas de auferir receitas públicas, é imperativo de justiça que o Estado só possa se financiar através de emissão de dívida pública, com a sujeição das propostas orçamentárias ao Poder Legislativo (arts. 165 a 169 da Constituição da República).

Essa é, diga-se de passagem, o fundamento de justiça da regra do §1º do artigo 164 da Constituição brasileira de 1988, que veda ao Banco Central do Brasil, em essência, financiar o Tesouro Nacional, o que traduz regra constitucional brasileira peculiar apta a fortalecer, em termos normativos, a estabilidade monetária como questão de justiça básica.⁴⁶⁴

Além disso, o dever público de prestação de contas impõe à autoridade monetária constituída, qual seja, o Banco Central do Brasil, por expressa disposição constitucional (art. 164, *caput*, da Constituição da República), o dever de apresentar, de

⁴⁶⁴ A despeito de John Rawls sustentar que questões de justiça básica não se extraem ou não estão prescritas, diretamente, em Constituições, houve-se por bem incluir tal regra na Constituição brasileira de 1988, o que, certamente, sequer poderia ser imaginado por John Rawls, até porque se trata de norma estranha às disposições constitucionais clássicas sobre direitos e liberdades fundamentais.

forma justificada, diagnósticos e prognósticos sobre a inflação esperada, dentro de um cenário de longo prazo.

Vale dizer, o desenho regulatório financeiro no Brasil, quanto à política monetária, está definido constitucionalmente e ao Banco Central do Brasil cabe o ônus de se sujeitar ao ideal de democracia deliberativa e justificar suas decisões através do ideal de razão pública, com especial destaque à política monetária.

No que tange à regulação financeira sistêmica propriamente dita, o ideal de razão pública, que dá conteúdo à razão prática, impõe que o desenho regulatório institucional seja: (i) estabelecido de forma segura e clara quanto à divisão de competências regulatórias para uma coordenação cooperativa efetiva institucional de longo prazo, com alcance regulatório integral sobre todo o sistema financeiro; (ii) as competências sejam atribuídas a entidades tecnicamente especializadas e com autonomia reforçada para decidir, fora, em algum grau, dos ciclos político-eleitorais, com o objetivo de exercer uma regulação dinâmica e eficiente de monitoramento de riscos sistêmicos, a fim de evitar crises financeiras que geram, normalmente, segundo as regras da experiência, custos sociais significativos, além de (iii) tutelar, sem paternalismo excessivo, os consumidores de produtos e serviços financeiros, enquanto cidadãos livres e iguais.

É possível inferir que todas essas assertivas seriam endossadas, consensualmente, em algum grau, até por economistas neoclássicos ou partidários do livre mercado, entendido o livre mercado como mecanismo social de coordenação dos processos alocativos e distributivos.

Vale dizer, o consenso sobreposto se formaria a partir da constatação de que autoridades reguladoras financeiras são importantes para a avaliação do funcionamento eficiente do sistema financeiro, notadamente para acompanhar a evolução dos processos alocativos e distributivos nos mercados financeiros, o que traz segurança aos agentes econômicos de mercado para planejar, tecnicamente, sua atividade financeira e a administração correspondente dos riscos, com foco no longo prazo e na satisfação de todas as pessoas, que devem ser tratadas com igual respeito e consideração, com priorização de liberdades sobre o valores perfeccionistas e exigências de bem comum.

Nesse sentido, a rigor, o que se leva à deliberação democrática para discussão, ontologicamente, é uma discussão sobre intensidade regulatória, mensurada a partir de uma análise transparente e justificada de custos e benefícios a respeito das prováveis consequências das decisões regulatórias tomadas para o sistema financeiro.

À evidência, todo esse processo é acompanhado por mecanismos de prestação pública de contas, participação pública nas principais deliberações regulatórias e a aplicação de estudos prévios de impacto regulatório e monitoramento das decisões regulatórias sistemicamente importantes, em prol de um constante controle institucional e democrático quanto a resultados. É assim que deve ser entendida a regulação financeira propriamente dita como questão de justiça básica.

2.3 O Direito dos Povos como extensão internacional do liberalismo político de John Rawls: limites e possibilidades da razão pública nos organismos financeiros internacionais.

A integração interativa entre os povos não é novidade na história econômica mundial. De laços comerciais a ondas migratórias, o desenvolvimento de relações entre pessoas e instituições de origens distintas é o resultado natural decorrente do funcionamento dos povos socialmente organizados.

Em suma, a globalização não é fenômeno novo⁴⁶⁵ e, em geral, o desenvolvimento e o aperfeiçoamento dos relacionamentos e trocas econômicas entre os povos - leia-se, a integração econômica dos povos - trazem bons resultados sociais quando os interesses são duradouros e mútuos.

A propósito, atualmente, o mundo vem sofrendo os efeitos de um processo intenso de globalização iniciado em meados da década de 1970,⁴⁶⁶ com impactos significativos na difusão e circulação da informação e do conhecimento, assim como caracterizado pela intensificação de movimentos de circulação de pessoas, capitais e de ampliação espacial dos processos produtivos.⁴⁶⁷

⁴⁶⁵ Cf. GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 270.

⁴⁶⁶ Embora a globalização não seja fenômeno histórico novo, convencionou-se chamar o processo atual de internacionalização como “globalização”, a fim de descrever as mudanças enfrentadas no cenário mundial nas últimas décadas, cf. CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Globalização e Democracia*. In: CAMPILONGO, Celso (org.). *A Democracia Global em construção*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 5. Em outras palavras, pode-se dizer que “nesses mais de duzentos anos que nos separam do projeto iluminista de Kant, o processo de integração econômica, política e comunicacional entre as nações em muito se aprofundou, levando ao que se convencionou chamar de globalização, no final do segundo milênio” (VIEIRA, Oscar Vilhena. *Globalização e Constituição Republicana*. In: CAMPILONGO, Celso (org.). *A Democracia Global em construção*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 25).

⁴⁶⁷ Conforme enfatizado por Carlos Ari Sundfeld, “os mercados de insumo, de consumo e financeiro têm, agora, a dimensão do mundo, com bens e capitais girando pelo Planeta sem fazer caso das fronteiras; a produção deixou de ser um processo local, tendo se transformado em um complexo de operações sem

Assim, a globalização financeira dos mercados é apenas uma das consequências mais significativas de um processo amplo de globalização que traz impactos gerais no âmbito econômico, político, cultural, social, tecnológico e, também, financeiro,⁴⁶⁸ o que traz repercussão evidente na eficácia da soberania interna dos Estados,⁴⁶⁹ com influência relativa nas identidades nacionais.⁴⁷⁰

Em linhas gerais, a repercussão econômica do processo atual de globalização, resultante das “transformações instaladas pela terceira revolução industrial – revolução da informática, da microeletrônica e das telecomunicações – transformações que permitiram a sua reprodução como globalização financeira”,⁴⁷¹ modificou, substancialmente, a realidade econômica mundial, o que, à evidência, provoca uma necessária reflexão sobre seus impactos nas instituições e processos políticos tradicionais, moldados segundo uma realidade econômica totalmente diferente da realidade contemporânea, em que, claramente, “a regulação dos mercados não se confina nos limites estatais”.⁴⁷²

Vale dizer, a eficácia concreta de políticas públicas, até então relacionadas, preponderantemente, a decisões soberanas sobre questões políticas fundamentais internas dos Estados, com pretensões de controle institucional em prol da estabilidade social, passa a ser influenciada pelos movimentos progressivos de globalização

base territorial fixa (pensem na babélica montagem de automóveis, com autopeças imigradas de toda parte)” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 185).

⁴⁶⁸ AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 59-60.

⁴⁶⁹ Alguns autores rotulam esse fenômeno de “crise do Estado-Nação”, no sentido de que “*as ideias de que um país deve ser governado por seus representantes nacionais, que o território nacional define a jurisdição da ação estatal, que as escolhas políticas devem ser tomadas independentemente da opinião que sobre elas tenham outros países ou instituições não têm mais pleno curso na sociedade contemporânea*” (SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 68).

⁴⁷⁰ Cf. CARVALHO, José Murilo de. *Cidadania no Brasil: o longo caminho*. 15. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012, p. 13. A propósito da influência relativa nas identidades nacionais, deve-se frisar que isso não é necessariamente negativo se as práticas internacionais predominantes trazem melhores resultados sociais e, por isso, superam costumes provenientes de “identidades nacionais”, além da evidência de que questões financeiras não traduzem particularidades sociais e culturais significativas.

⁴⁷¹ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 271.

⁴⁷² BAPTISTA, Patrícia. *Direito Administrativo – Retrospectiva 2008: a crise econômica mundial e o papel da regulação estatal, os vinte anos da constitucionalização do direito administrativo no Brasil, a emergência do direito administrativo global e outras questões*. Revista de Direito do Estado, nº 13, 2009, p. 37.

econômica dos mercados,⁴⁷³ o que dá ensejo a um processo de modificação ou reavaliação de estratégias político-institucionais a respeito do modo pelo qual os Estados soberanos devem se posicionar para enfrentar o desafio posto por uma nova realidade financeira mundial⁴⁷⁴.

Há quem sustente que a globalização acarreta uma verdadeira “crise do Estado”, entendida como a ineficácia da soberania interna em definir estratégias regulatórias tendo em vista a fragilidade da força coercitiva dos Estados no atual cenário internacional⁴⁷⁵ para impor condicionamentos ou restrições aos *players* que atuam no sistema financeiro internacional.⁴⁷⁶

Além disso, a globalização financeira dos mercados favoreceu o crescimento acentuado da importância política dos organismos e fóruns internacionais instituídos para coordenar a cooperação regulatória internacional entre os Estados, haja vista o processo irreversível de globalização, com vistas a promover uma gestão regulatória

⁴⁷³ Com a globalização financeira dos mercados, o desenho estrutural tradicional do Estado perde centralidade e exclusividade, cf. FARIA, José Eduardo. *Democracia sem Política? Estado e Mercado na Globalização Econômica*. In: CAMPILONGO, Celso (org.). *A Democracia Global em construção*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 109. Adicionalmente, é importante frisar que “*a progressiva afirmação de uma ordem internacional de tipo universal e global, tendo como expressão máxima as ideias de ‘globalização’, ‘aldeia global’ ou ‘McDonaldização’ da sociedade, determinando uma normatividade internacional cada vez mais ‘desnacionalizada’, isto no sentido de ser independente da vontade dos Estados, justifica que se afirme não ser hoje a legalidade administrativa uma simples realidade produzida no interior das fronteiras do Estado ou através de mecanismos dependentes da vontade ou do controle do Estado*” (OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 150).

⁴⁷⁴ As transformações causadas pela globalização reduzem a margem de liberdade dos Estados, mas, em contrapartida, incentivam iniciativas de cooperação em razão de uma interdependência maior entre eles. De acordo com André Saddy, “*isso caracteriza um Estado enquadrado, ou seja, um Estado atrelado a uma nova inter-relação internacional, que se desenvolve por meio de interações entre Estados para a constituição de sociedades internacionais, de uma ordem transnacional que se constitui progressivamente sobre o conceito de Estado-Nação (...) esse fortalecimento ou intensificação de laços de interdependência e solidariedade traz consigo o Estado englobado, no sentido de que a globalização empurrou as fronteiras nacionais para mais longe, criando um espaço ampliado de regulação, qual seja, a regionalização e o multilateralismo, visto como uma lógica, mas também como uma necessidade*” (SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 38-40).

⁴⁷⁵ Ainda que haja controvérsia a respeito do protagonismo dos Estados no contexto contemporâneo de internacionalização econômica dos mercados, não há dúvidas de que, ao menos, não se pode afastar a tese que houve, no mínimo, uma transformação do papel do Estado, cf. SAUTER, Wolf; SCHEPEL, Harm. *State and Market in European Union Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009, p. 19.

⁴⁷⁶ Quanto ao ponto, Sabino Cassese frisa que a globalização obriga os Estados a levar a sério a economia e o sistema financeiro global, na medida em que a comunidade financeira internacional – ou *Sociedade dos Povos* na linguagem de John Rawls – observa e se posiciona em relação a cada país de acordo com a credibilidade das políticas financeiras domésticas implementadas, o que gera uma tendência de aderência ou adaptação da regulação dos países aos padrões aceitos internacionalmente. V. CASSESSE, Sabino. *La Crisis del Estado*. Trad. Pascual Caiella y Juan González Moras. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 2003, p. 64.

compartilhada dos problemas que envolvem a internacionalização financeira dos mercados.

Não obstante, o processo de globalização é alvo de intensas críticas oriundas de diversas fontes, sobretudo fundadas na alegação de que os seus resultados trouxeram maiores desigualdades econômicas e sociais, sendo que tais resultados foram produzidos sem que houvesse a instituição de instâncias políticas internacionais de deliberação pública com legitimidade para decidir, de forma justa, sobre as questões políticas internacionais mais importantes, em respeito ao pluralismo e diversidade dos povos.⁴⁷⁷ Ou seja, justiça distributiva e democracia deliberativa⁴⁷⁸ são as razões essenciais que fundamentam as críticas à globalização.⁴⁷⁹

Em termos mais específicos, segundo Odete Medauar, podem ser enumeradas as seguintes consequências geradas pela globalização: (i) a interdependência dos países leva a um relativo esvaziamento da soberania e da autonomia nacional; (ii) o fenômeno da necessária participação internacional dos Estados na gestão global, com atuação nos diversos organismos e fóruns internacionais; (iii) a criação de blocos regionais como ato político de gestão comunitária de interesses; (iv) a internacionalização do direito, com tendências de harmonização para homogeneização;⁴⁸⁰ (v) a ascensão do mercado; (vi) o

⁴⁷⁷ Há uma crítica específica à globalização no sentido de que ela seria um fenômeno ilegítimo de imposição de valores morais ocidentais sobre o mundo. A respeito dessa alegação, Amartya Sen e Bernardo Kliksberg formulam uma resposta nas seguintes passagens, *in verbis*: “*Mas será que a globalização é mesmo uma nova maldição do Ocidente? Na verdade, ela nem é nova nem necessariamente ocidental; e não é nenhuma maldição (...) Essas inter-relações globais têm sido, com frequência, muito produtivas no desenvolvimento de vários países (...) Rejeitar a globalização da ciência e da tecnologia porque ela representa a influência e o imperialismo ocidentais não apenas significa negligenciar as contribuições globais – vindas de várias partes do mundo – que estão solidamente por trás de toda ciência e tecnologia chamadas ocidentais, mas também é uma decisão bastante tola do ponto de vista prático, dada a extensão de quanto o mundo inteiro pode se beneficiar com o processo (...) Entender a globalização meramente como imperialismo de ideias e crenças ocidentais (como a retórica com frequência tem sugerido) seria um erro grave e custoso, da mesma forma que o teria sido se a Europa tivesse resistido à influência oriental no início do milênio passado*” (SEN, Amartya; KLIKSBURG, Bernardo. *As pessoas em primeiro lugar: a ética do desenvolvimento e os problemas do mundo globalizado*. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 18-22).

⁴⁷⁸ No mesmo sentido, v. BATISTA, Patrícia. *Op. Cit.*, p. 38.

⁴⁷⁹ Os debates sobre a globalização, muitas vezes, são improdutivos porque conduzidos segundo concepções ideológicas extremadas, que fogem às necessidades de ordem prática dos Estados para lidar com o aludido fenômeno, motivo pelo qual razões ideológicas não devem ser mencionadas e exploradas como questões relevantes.

⁴⁸⁰ Em sentido mais amplo, a homogeneização não ocorrerá necessariamente, pois há um grande espaço distintivo dos países quanto a questões culturais e sociais. Nesse sentido, André Saddy defende que “*nesse novo cenário globalizado, passam a ser necessários novos mecanismos de regulação extraestatais, que passam a conviver com os tradicionais mecanismos de regulação intraestatais. A globalização inflige profundo impacto no Estado, influenciando fortemente suas mudanças, mas, principalmente, a economia. No entanto, distintamente do que se possa superficialmente imaginar,*

aumento de desigualdades; e (vii) o enfraquecimento da democracia.⁴⁸¹ Conforme Celso Campilongo, soberania, democracia, direito, Estado e ordem internacional ganham novos contornos teóricos.⁴⁸²

Tais consequências merecem comentários relativos à temática da regulação financeira sistêmica, salvo a preocupação concernente ao aumento de desigualdades – leia-se, justiça distributiva –,⁴⁸³ eis que a distribuição equitativa da renda mundial constitui assunto profundamente controverso, está mais ligado, relativamente, às políticas internas de alocação e distribuição de recursos sociais, além de não possuir vínculo mais intenso com as principais questões regulatórias no âmbito financeiro aqui abordadas.⁴⁸⁴

ressalta-se que ela não conduz a uma homogeneização das sociedades e dos países, pois seu processo apresentará sempre resultados diversos segundo o contexto social, cultural, econômico e local de cada sociedade” (SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 55). A despeito da concordância com essa posição, será defendido na presente dissertação que há uma tendência clara e positiva à harmonização para homogeneização de temas como a regulação financeira sistêmica.

⁴⁸¹ MEDAUAR, Odete. *O Direito Administrativo em evolução*. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 94-96. Em outras palavras, com a limitação de capacidade decisória interna do Estado face à globalização, “*perde força o padrão normativo ditado pela imperatividade e impositividade típicas do Direito Positivo e seus mecanismos de controle coercitivos, os quais dão lugar a mecanismos de soft law, a vinculações de natureza obrigacional, a legislações produzidas no âmbito de organismos multilaterais e vinculantes dos atores econômicos, muito mais pela sua adequação ao jogo internacionalizado de mercado do que pelo receio das eventuais sanções advindas do seu descumprimento*” (MARQUES NETO, Floriano Peixoto de Azevedo. *Regulação Estatal e Interesses Públicos*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 112).

⁴⁸² CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Op. Cit.*, p. 5. No mesmo sentido: SLAUGHTER, Anne-Marie. *Global Government Networks, Global Information Agencies, and Disaggregated Democracy*. Harvard Law School Public Law. Working Paper n° 18, p. 1. Adicionalmente, é importante fazer alusão à intensificação internacional da interação entre política e direito face à globalização, na medida em que a atuação política internacional do Estado, como partícipe na elaboração de diretrizes normativas internacionais, institui uma nova lógica no processo de construção de normas jurídicas, que serão submetidas, internamente, a um processo institucional de integração normativa. Vale dizer, organismos e fóruns internacionais intensificam o fenômeno da pluralidade de fontes normativas, conforme Diogo de Figueiredo Moreira Neto, *in verbis*: “*em razão dessas sucessivas mutações experimentadas pelo vetusto conceito de soberania, a ideia de um direito exclusivamente produzido pelo Estado perdia vigência, bem como, a da velha ordem soberana, todo o seu sentido, ante a insopitável pluralização das fontes normativas, estatais e transestatais, de um Direito que rapidamente se globaliza*” (MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Poder, direito e Estado: o direito administrativo em tempos de globalização – in memoriam de Marcos Juruena Villela Souto*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 28).

⁴⁸³ Essa ressalva vai ao encontro da ideia de John Rawls segundo a qual o princípio da diferença, no âmbito internacional, é substituído, em termos normativos, por uma concepção política mais fraca, qual seja, o “dever de assistência”. V. VITA, Álvaro. *O liberalismo igualitário: sociedade democrática e justiça internacional*. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2008, p. 236.

⁴⁸⁴ Essa é uma opinião pessoal, que adere à “utopia realista” de John Rawls, adiante explicada. Quanto ao tema, sabe-se que há vozes respeitáveis defensoras de tese de que a “estrutura básica da sociedade” internacional gera efeitos distributivos que contribuem para a desigualdade e a pobreza mundial, cf. VITA, Álvaro. *Op. Cit.*, p. 249.

Quanto ao processo de enfraquecimento da soberania interna dos Estados (item i), pode-se dizer que se trata de questão comum a todos eles face à realidade da globalização financeira, o que provoca uma tendência de necessária integração internacional, de modo que os custos e os benefícios resultantes da globalização devem ser discutidos, amplamente, pelos Estados, enquanto ato político-institucional de gestão dos impactos financeiros da globalização sobre as economias nacionais em organismos e fóruns internacionais (item ii),⁴⁸⁵ com a criação facultativa de blocos comunitários para a institucionalização de ambientes deliberativos de discussão pública regional de assuntos comuns (item iii).

A propósito, deve-se afirmar que a perda relativa de soberania financeira dos Estados pode ser compensada por: (i) benefícios decorrentes do compartilhamento de experiências, informações e técnicas adotadas por outros Estados para a solução de questões financeiras comuns, (ii) além de a uniformidade de entendimento internacional sobre diretrizes regulatórias financeiras enfraquecer, simultaneamente, (ii.1) impulsos domésticos de clientelismo político, (ii.2) condutas oportunistas político-eleitorais internas de curto prazo e (ii.3) demandas de setores econômicos nacionais interessados em obter privilégios estatais a partir de sua influência sobre os grupos e partidos políticos nacionais,⁴⁸⁶ (iii) com ganhos substanciais para os Estados que não têm uma trajetória histórica consistente de estabilidade financeira,⁴⁸⁷ (iv) sem prejuízo de a adesão nacional aos padrões regulatórios internacionais trazer maior confiança institucional de que o país está efetivamente comprometido e preparado para os desafios mundiais inerentes à globalização.⁴⁸⁸

⁴⁸⁵ Um dos grandes efeitos da globalização é gerar deslocamentos dos centros de poder políticos, cf. AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 67.

⁴⁸⁶ A participação em ambientes internacionais de regulação tende a gerar maior credibilidade e fortalecer a autonomia dos reguladores no sentido de resistir a pressões políticas internas inoportunas, cf. FONSECA, João Bosco Leopoldino da. *Direito Econômico*. Rio de Janeiro: Forense, p. 221-222.

⁴⁸⁷ Quanto ao ponto, vale reafirmar o que já foi dito, no início do capítulo, no que diz respeito ao fato de que países com instabilidade financeira, geralmente, são politicamente instáveis e não são transparentes. Nesse sentido, processos regulatórios internacionais reforçam a transparência e a legitimidade dos processos regulatórios, particularmente em países onde as elites são aptas a bloquear iniciativas voltadas à transparência regulatória, cf. POTO, Margherita. *The Supervisory Authorities of the Financial Sector*. In: MARTÍNEZ, Aurilivi Linares; SADDY, André (coord.). *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 186.

⁴⁸⁸ O sistema financeiro é instável por natureza e a confiança é elemento essencial para o exercício da livre iniciativa econômica no mercado financeiro. Se é intuitivo que a confiança tende a ser maior em relação ao que se conhece, no sentido de que se compreende “*melhor a própria economia e o comportamento de seus agentes que a economia de países estrangeiros*” (WOLF, Martin. *A reconstrução*

Nada obstante, sem prejuízo das consequências negativas relacionadas a uma decisão de não engajamento internacional ou de não adesão cooperativa, os Estados mantêm sua autonomia política para justificar aos seus cidadãos, livres e iguais, enquanto ato de prestação pública de contas, os motivos pelos quais, eventualmente, não adotaram as diretrizes ou recomendações internacionais com algum substrato financeiro.

Logo, diretrizes normativas sem caráter vinculante (*soft law*) ou recomendações internacionais podem orientar – mas não determinar – a estruturação regulatória financeira dos países sob o aspecto institucional e normativo⁴⁸⁹.

Em outras palavras, os Estados ainda são os protagonistas da própria história econômica,⁴⁹⁰ embora, atualmente, estejam imersos em um ambiente de integração financeira internacional com alta intensidade, em razão do que devem adaptar suas estratégias regulatórias à realidade posta pela globalização, enquanto atitude política inclusiva e cooperativa, sem o que os Estados perdem credibilidade internacional caso suas políticas domésticas se afastem, em demasia, das diretrizes normativas internacionais sobre questões compartilhadas,⁴⁹¹ o que pode trazer perdas econômicas inestimáveis.⁴⁹²

do sistema financeiro global. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 28), o progresso no processo de uniformização da regulação financeira internacional traz consequências sistêmicas positivas na medida em que se dá mais previsibilidade e segurança ao funcionamento da integridade do sistema financeiro mundial. Um exemplo claro desse fenômeno, no Brasil, é a quantidade significativa de investimentos estrangeiros diretos que ingressam no país nos últimos anos devido à percepção de que se está em um ambiente relativamente seguro e confiável em termos de estabilidade financeira.

⁴⁸⁹ Quanto ao ponto, o mais importante é dizer que a legalidade administrativa deve estar aberta a fontes normativas externas, cf. OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 152.

⁴⁹⁰ Essa é a tese majoritária nas principais escolas que estudam o fenômeno da globalização, cf. CASSESE, Sabino. *La Crisis del Estado*. Trad. Pascual Caiella y Juan González Moras. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 2003, p. 42.

⁴⁹¹ Nesse sentido, é óbvio que a globalização impõe a implementação de reformas institucionais internas aos países com impactos na estrutura regulatória para o sistema financeiro, adaptando-se ao atual contexto de enfraquecimento relativo da soberania dos Estados, com vistas a gerar um ambiente de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo. Isso gera, em termos globais, estruturas regulatórias financeiras mais homogêneas, pois as principais questões financeiras referentes à globalização constituem questões comuns compartilháveis pelos Estados, daí ser correto dizer, conforme Carlos Ari Sundfeld, que “o fenômeno da globalização supõe a abdicação pelos Estados, em alguma medida, justamente do direito à livre escolha de seu sistema econômico, pois não devem mais existir sistemas econômicos nacionais, e sim um sistema mais homogêneo, com toques nacionais” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 186).

⁴⁹² Em termos concretos, no caso de perda de confiança decorrente de demonstrações de baixa adesão cooperativa no âmbito internacional, o país perde atratividade para investimentos estrangeiros diretos e sua pior avaliação internacional, normalmente, acarreta em aumentos nos custos de captação em emissões

Dito de outro modo, trata-se do paradoxo da globalização,⁴⁹³ entendido como a ocorrência simultânea de duas forças aparentemente antagônicas, quais sejam, o fato de que “os Estados perderam força face a condicionamentos políticos que escapam de seus controles (sistema financeiro internacional, dívidas externas, fluxos de comércio mundial, sistema de produção globalizado etc.)”,⁴⁹⁴ o que impõe, por outro lado, atitudes políticas “fortes o suficiente para implementar reformas que os ajustem às necessidades da nova economia”,⁴⁹⁵ com reflexos institucionais importantes na estrutura de regulação financeira interna exercida pela Administração Pública,⁴⁹⁶ o que afasta alegações genéricas no sentido de que “a globalização tenha transformado os Estados, a democracia e os direitos em estruturas políticas e jurídicas descartáveis”.⁴⁹⁷

No mesmo sentido, pode-se afirmar que a internacionalização da regulação financeira sistêmica, com tendências de harmonização para homogeneização (item iv) resulta, simplesmente, da constatação de que há questões comuns compartilhadas por todos os Estados sobre a mesma preocupação referente à estruturação de uma regulação financeira sistêmica eficiente, apta a gerar um ambiente institucional justo de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo no âmbito internacional.

Com efeito, essa preocupação deve dar ensejo ao desenho de instituições de integração internacional destinadas à troca de experiências, informações e técnicas com vistas à construção de consensos mínimos acerca de diretrizes normativas para uma

de dívida pública externa pública ou privada. V. GARCIA, Julio V. González. *De La Administración Soberana del Estado Nacional a La Administración del Marco Supraestatal Difuso*. In: SADDY, André (coord.). *Direito Público Econômico Supranacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 8.

⁴⁹³ A expressão “paradoxo da globalização” é da autoria de Celso Campilongo.

⁴⁹⁴ CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Op. Cit.*, p. 9.

⁴⁹⁵ CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Op. Cit.*, p. 9.

⁴⁹⁶ Cf. GARCIA, Julio V. González. *De La Administración Soberana del Estado Nacional a La Administración del Marco Supraestatal Difuso*. In: SADDY, André (coord.). *Direito Público Econômico Supranacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 4. Em termos institucionais, a globalização provoca uma necessária transformação e reavaliação do Direito Administrativo tradicional, tendo em vista a “mundialização da economia e a evolução tecnológica como fatores de transformação da produção e de articulação dos poderes levando, conseqüentemente, à articulação das fontes de produção do Direito (...) O Estado passa de gestor a regulador, buscando estruturas mais flexíveis de atuação, embora continue com o privilégio e com o controle, ainda que, por diversas vezes, a ordem interna, outrora soberana, tenha que se conciliar com os novos parceiros e grupos econômicos (ou seja, com o direito comunitário e com o direito internacional), num fenômeno de Integração, examinado por António Covas ou de pluralismo e convergência, estudado por Gérard Marcou” (SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 19-20).

⁴⁹⁷ Cf. CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Op. Cit.*, p. 10.

atuação regulatória eficaz sobre o sistema financeiro, com o propósito de evitar condutas financeiras oportunistas instabilizantes – os casos de arbitragem ou evasão regulatória são exemplos claros disso⁴⁹⁸ -, o que será objeto de deliberação democrática em cada país para fins de adaptação regulatória às peculiaridades de cada Estado.

Por fim, deve-se enfrentar a questão mais tormentosa em relação à globalização financeira, qual seja, a alegação de que os grandes *players* mundiais do mercado financeiro se apropriaram de um ambiente internacional sem limites para obter benefícios financeiros em detrimento dos Estados e, conseqüentemente, das pessoas (item v), aproveitando-se da falta de coordenação política dos países e de um contexto global frágil em termos de democracia deliberativa (item vii).

À evidência, a globalização econômica e financeira dos mercados mostrou-se um processo social muito mais rápido e dinâmico do que as iniciativas tomadas para a construção institucional de uma “globalização política” capaz de coordenar os diversos interesses internacionais existentes. Conforme ressalta Joseph Stiglitz, “a globalização econômica foi mais rápida do que a globalização política”.⁴⁹⁹

Vale dizer, a apropriação intensa do mercado internacional pelos agentes e instituições financeiras deveu-se, basicamente, à incapacidade, falta de consenso ou ausência de interesse político dos países em criar e desenvolver ambientes institucionais de diálogo internacional mais coesos e transparentes para lidar com os problemas comuns enfrentados por todos os países nesse novo cenário mundial, o que é agravado pela lentidão própria dos mecanismos tradicionais de deliberação política.⁵⁰⁰

⁴⁹⁸ Na omissão de estratégias regulatórias cooperativas efetivas no âmbito internacional, os *players* financeiros mundiais podem adotar posturas econômicas de arbitragem ou evasão regulatória, com a migração para países mais favoráveis ou menos regulados, sendo ainda possível cogitar da utilização de “paraísos fiscais”, de modo que, em linhas gerais, “*sem uma troca regular e completa de informações, as autoridades competentes de um país não sabem o que ou quem está fugindo da sua rede de proteção*” (STIGLITZ, Joseph E. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, p. 314).

⁴⁹⁹ STIGLITZ, Joseph E. *Globalização: como dar certo*. Trad. Pedro Maia Soares. São Paulo: Companhia das Letras, 2007, p. 85.

⁵⁰⁰ Conforme expõe José Eduardo Faria, “*na economia globalizada, quanto mais o tempo real se sobrepõe ao tempo diferido, pior para a política. Na medida em que implica debates, consultas, eleições e deliberações, a política necessita de prazos médio e longo para atuar (...) Por serem intrinsecamente lentos, os processos legislativo e judicial naturalmente elevam os custos das transações, reduzem competitividade e podem acarretar prejuízos vultosos (do ponto de vista da lógica da acumulação). Além disso, muitas vezes também são inúteis, pois a jurisdição dos Parlamentos e dos tribunais, circunscrita à fronteiras territoriais, não alcança um sistema econômico-financeiro desterritorializado e policêntrico*” (FARIA, José Eduardo. *Democracia sem Política? Estado e Mercado na Globalização Econômica*. In: CAMPILONGO, Celso (org.). *A Democracia Global em construção*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 105-106). Com efeito, esse é o motivo pelo qual a responsabilidade pela condução das iniciativas e

Assim, a expansão dos mercados financeiros pede, em contrapartida, o desenho institucional de organismos e fóruns internacionais democráticos, dinâmicos, sérios e confiáveis para conduzir um processo institucional voltado à coordenação e o estabelecimento de diretrizes claras de ação coletiva regulatória internacional no âmbito financeiro, a fim de explorar possibilidades de formação de consensos sobre questões financeiras mundiais importantes. Riscos de arbitragem regulatória e de captura, nesse sentido, não podem ser negligenciados.⁵⁰¹

Esse é um grande desafio a ser enfrentado pela comunidade internacional, que deve buscar o progresso da regulação financeira internacional, com a priorização de ambientes institucionais de deliberação mais inclusivos e pautados pela ideal de razão pública, enquanto diretriz de harmonização regulatória de reforço à cooperação mundial nas redes institucionais globais de regulação financeira sistêmica.⁵⁰²

Quanto ao ponto, é verdade que os principais impulsos destinados à instituição de organismos internacionais com propósitos de padronização da regulação financeira internacional, originaram-se dos países economicamente mais fortes e avançados, mediante a constituição de “clubes de ministros”⁵⁰³ de países ricos para a deliberação de

aspirações de cooperação regulatória internacional é do Chefe de governo do país, mas cuja representação, em regra, é feita pelos Ministros responsáveis pela regulação financeira sistêmica do país, quais sejam, o Ministro da Fazenda ou o Presidente do Banco Central.

⁵⁰¹ Segundo preconizado por Luís Guilherme Catarino: “*a inexistência de um espaço global normativamente harmonizado (level playing field) leva a fenômenos de arbitragem entre reguladores com criação de normas nacionais menos exigentes para atrair empresas mas sobretudo à sua procura pelos investidores (fórum shopping). (...) Tal como a networking economy também a network regulation acarreta o perigo de captura internacional dos reguladores, pois, sob pena de ficarem excluídos das organizações transnacionais ou das comunidades epistemológicas fortes (e das respectivas regras, práticas e padrões de conduta), podem bem acabar conduzidos e instruídos por estas*” (CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 41-42). Em síntese, sobre os benefícios relativos à constituição de redes globais para a regulação financeira sistêmica dos mercados, é importante frisar que “*elas permitem uma convergência no tráfico internacional, evitam ‘falhas regulatórias’ e a ‘arbitragem regulatória’ – actividade que os operadores do mercado desenvolvem por forma a seleccionar o melhor ambiente regulatório para determinado investimento ou empresa*” (CATARINO, Luis Guilherme. *Op. Cit.*, p. 49).

⁵⁰² O ideal de razão pública no âmbito internacional é o elemento essencial de transparência informacional destinado ao estímulo legítimo à cooperação entre os países nos ambientes internacionais de deliberação, constituídos em redes.

⁵⁰³ A expressão “clube de ministros” é de Anne-Marie Slaughter, para quem esse modelo deliberativo institucional é eficiente ao propósito de estimular a negociação de termos justos de cooperação entre poucas pessoas ligadas por interesses institucionais comuns, com sujeição posterior dos termos ajustados ao Poder Legislativo e à sociedade civil nacional dos respectivos países (SLAUGHTER, Anne-Marie. *Global Government Networks, Global Information Agencies, and Disaggregated Democracy*. Harvard Law School Public Law. Working Paper nº 18, p. 11).

questões regulatórias comuns, em razão do que, em certa medida, suas preocupações conjunturais específicas foram priorizadas na pauta deliberativa e, por isso, “moldaram a globalização para promover seus interesses próprios, o que não surpreende”.⁵⁰⁴

Não obstante, os riscos do unilateralismo⁵⁰⁵ e do déficit democrático de instituições internacionais pouco inclusivas não podem ser menosprezados.

Nesse sentido, observa-se algum ceticismo acerca das possibilidades de criação e desenvolvimento de instituições internacionais capazes de conduzir um processo progressivo de “governança global”⁵⁰⁶ apto a garantir, simultaneamente, regras justas de deliberação, transparência deliberativa, ampla participação procedimental, prestação pública de contas (*accountability*), além de, por fim, assegurar que as deliberações sejam, efetivamente, cumpridas pelos Estados participantes.⁵⁰⁷

Em suma, são essas as diretrizes, fundadas em razões públicas, para um desenho institucional legítimo e adequado das instituições internacionais, a fim de se buscar uma democracia global⁵⁰⁸ legítima sem a necessidade de se esperar pela institucionalização de um improvável ou utópico “Estado Global”.⁵⁰⁹

⁵⁰⁴ STIGLITZ, Joseph E. *Globalização: como dar certo*. Trad. Pedro Maia Soares. São Paulo: Companhia das Letras, 2007, p. 63.

⁵⁰⁵ O unilateralismo associado à assimetria real de poderes dos Estados é um componente prejudicial à cooperação regulatória internacional. Segundo Reinaldo Gonçalves, “o processo de globalização é, sem dúvida alguma, levado a um sistema mais complexo de interdependência entre economias nacionais. Entretanto, esse sistema complexo de interdependências continua significativamente assimétrico, de tal forma que se pode falar de ‘vulnerabilidade unilateral’ por parte da grande maioria de países do mundo, que têm uma capacidade mínima de repercussão em escala mundial” (GONÇALVES, Reinaldo. *O nó econômico*. Rio de Janeiro: Record, 2003, p. 35).

⁵⁰⁶ Segundo Celso Campilongo, devido às dificuldades de articulação política, jurídica e econômica no âmbito global, “as organizações internacionais, ainda que apresentem consideráveis ganhos de espaços e constituam importantes agências de decisão, não estão habilitadas para nada parecido com uma ‘governança global’”. (CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Op. Cit.*, p. 10).

⁵⁰⁷ Em linhas gerais, essa é a pauta de reformas institucionais preconizada por Joseph Stiglitz para as organizações e fóruns internacionais, cf. STIGLITZ, Joseph E. *Op. Cit.*, p. 429-430.

⁵⁰⁸ À evidência, a noção de que a democracia se restringe a procedimentos eletivos de preenchimento de cargos políticos já está ultrapassada há muito tempo. As necessidades contemporâneas prezam, acima de tudo, pela participação ampla nos processos públicos de deliberação e pela transparência procedimental e substantiva quanto aos resultados de políticas públicas. Conforme sustentato por Amartya Sen: “A democracia, Rawls nos ensinou, tem de ser vista não apenas em termos de cédulas e votos – por mais importantes que sejam -, mas primariamente em termos de ‘racionalidade pública’, inclusive a oportunidade para discussão pública e também como participação interativa e encontro racional. A democracia deve incluir, invocando uma frase de John Stuart Mill, um ‘governo através da discussão’, De fato, eleição e votos são parte desse amplo processo público. No campo da política, Rawls afirmou que a objetividade exige ‘uma estrutura pública de pensamento’ que proporcione uma visão de concordância de julgamento entre agentes racionais. A racionalidade requer que os indivíduos tenham a vontade política de ir além dos limites de seus próprios interesses específicos. Mas ela também impõe exigências sociais para ajudar um discernimento justo, inclusive o acesso à informação relevante, a

Sendo assim, mostra-se a pertinência do *Direito dos Povos*⁵¹⁰ de John Rawls para o estudo dos limites e possibilidades da razão pública na integração financeira internacional dos Estados, enquanto “utopia realista”⁵¹¹ voltada a explorar as potencialidades dos resultados possíveis da cooperação entre povos bem ordenados,⁵¹² com razoável proximidade política aos ideais das democracias constitucionais.⁵¹³

Dessa forma, pretende-se, a partir do limite da “utopia realista”, dar conteúdo a uma razão prática internacional, pautada pelo ideal de razão pública, capaz de estimular, institucionalmente, a busca de possibilidades práticas de consenso internacional sobre

oportunidade de ouvir pontos de vista variados e exposição a discussões e debates públicos abertos. Em sua busca de objetividade política, a democracia tem de tomar a forma de uma racionalidade pública construtiva e eficaz” (SEN, Amartya; KLIKBERG, Bernardo. *Op. Cit.*, p. 54).

⁵⁰⁹ Cf. SEN, Amartya; KLIKBERG, Bernardo. *Op. Cit.*, p. 62-63. Dito de outra forma, é possível afirmar que o “Estado Global” não deve ser desejado ou esperado. V. ANDRADE, Rogério Emílio de. *Direito Homogêneo: mercado global, administração nacional e o processo de harmonização jurídica*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 36.

⁵¹⁰ O autor prefere a designação “povos” ao invés de “Estados”. Segundo John Rawls, o *Direito dos Povos* significa uma concepção particular de princípios políticos para regular a relação mútua de povos no âmbito internacional, entendido o *Direito dos Povos* como derivação do tradicional *jus gentium*, em que os povos democráticos são considerados como atores da Sociedade dos Povos, assim como os cidadãos são os atores políticos na esfera nacional. V. RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 30. Como o debate regulatório sobre relações financeiras mundiais se travam entre Estados, o texto utilizará, para fins de simplificação, “Estados”.

⁵¹¹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 4.

⁵¹² John Rawls inclui na noção de “povos bem ordenados” os povos liberais e decentes, porquanto institucionalmente capazes de chegar a consensos sobre formas justas de cooperação política, econômica e social. A propósito, o presente trabalho adotará uma concepção fraca de “povos bem ordenados”, a fim de incluir, o máximo possível, todos os “tipos” de Estados na construção integrada de uma regulação financeira sistêmica global adequadamente alicerçada em razões públicas, até porque John Rawls defende a possibilidade de aplicação, a povos não liberais, do *Direito dos Povos*, enquanto atitude de igual respeito e consideração, a partir do exemplo do Estado fictício “Casanistão” explorado na parte II da obra (V. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 78-79). Não obstante, faz-se menção à classificação feita por John Rawls, que apresenta cinco tipos de sociedades nacionais. Enquanto: (i) povos liberais e (ii) povos decentes são considerados “povos bem-ordenados”, os demais são: (iii) Estados fora da lei, que não concordam com um Direito dos Povos razoável; (iv) sociedades sob o ônus de condições desfavoráveis, nas quais as circunstâncias impedem um regime bem-ordenado; e (v) sociedades com absolutismos benevolentes (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 5).

⁵¹³ Conforme Álvaro de Vita, “o conteúdo do *Direito dos Povos* é muito semelhante a uma visão tradicional do direito internacional, organizada em torno do princípio da soberania estatal e temperada pelo banimento da guerra de agressão e por uma noção bastante minimalista de direitos humanos. É particularmente digna de nota a ausência de um princípio igualitário de justiça distributiva análogo ao ‘princípio da diferença’ – segundo o qual as desigualdades distributivas só são moralmente justificáveis quando se estabelecem para o máximo benefício possível daqueles que estão na posição social mais desfavorável -, que desempenha um papel tão proeminente na concepção de justiça de Rawls no caso doméstico” (VITA, Álvaro. *O liberalismo igualitário: sociedade democrática e justiça internacional*. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2008, p. 235).

temas regulatórios importantes, notadamente através de mecanismos institucionais para divulgação de recomendações ou produção de *soft law*.⁵¹⁴

Entende-se a *Sociedade dos Povos* como uma “utopia realista” porque o ambiente internacional é marcado por intensas divergências ou controvérsias políticas, segundo uma lógica conflitiva clara de luta e afirmação de poder, o que não impede, por outro lado, o debate internacional sobre assuntos comuns às relações mútuas entre os Estados, com potencial para a construção de consensos mínimos regulatórios em organismos e fóruns internacionais, haja vista o relacionamento mútuo e necessário entre os Estados perante o sistema financeiro global. Em outras palavras, “a filosofia política é realisticamente utópica quando expande aquilo em que geralmente se pensa como os limites da possibilidade política prática”.⁵¹⁵

Isto é, existe uma pretensão política de busca, ainda que limitada, de acertamento de conteúdos mínimos de cooperação normativa entre Estados, que percebem a necessidade institucional de construção conjunta de soluções para os problemas compartilhados por todos no sistema financeiro mundial, especificamente com vistas ao ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, o que se propõe através da extensão dos princípios do *Liberalismo Político* ao âmbito internacional, em atenção à diversidade e o fato da pluralidade razoável de Estados⁵¹⁶ envolvidos nos grandes temas relativos à arquitetura institucional e normativa para o sistema financeiro mundial.

Com efeito, o objeto do *Direitos dos Povos* de John Rawls subsiste com pretensões políticas de aplicação às instituições, vale dizer, sustenta-se a possibilidade de adoção de uma concepção política internacional razoavelmente justa, respeitada a ideia de “utopia realista”, aplicável às instituições internacionais, nas quais devem ser criados e desenvolvidos ambientes liberais de democracia deliberativa funcionais ao propósito cooperativo de acertamento de termos consensuais justos de regulação

⁵¹⁴ O *soft law* como fonte normativa é uma realidade que se inicia no século XX no âmbito do Direito Internacional e se intensifica no Direito Econômico Supranacional ao longo dos anos, cf. SARMIENTO, Daniel. *El Soft Law Administrativo: Um estudio de los efectos jurídicos de las normas no vinculantes de La Administración*. Madrid: Thomson Civitas, 2007, p. 76-80, *passim*.

⁵¹⁵ RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 6.

⁵¹⁶ A diversidade de Estados razoáveis consubstancia o fato do pluralismo razoável no plano internacional (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 15).

internacional, a fim de perseguir a estabilidade global pelas razões certas – não como mero *modus vivendi*.⁵¹⁷

Assim sendo, o ideal de razão pública, à semelhança do que ocorre no plano interno, assume a função de servir como padrão argumentativo compartilhado de justificação da racionalidade e razoabilidade das decisões políticas internacionais, atendido o critério da reciprocidade⁵¹⁸ e respeitada a “utopia realista”.

Dito de outra forma, “como cidadãos razoáveis na sociedade nacional oferecem-se para cooperar em termos imparciais com outros cidadãos, os povos liberais (ou decentes) (razoáveis) oferecem termos de cooperação justos a outros povos”,⁵¹⁹ dentro dos limites postos pela “utopia realista” e conforme os princípios tradicionais de justiça entre povos livres e democráticos,⁵²⁰ em organizações mutuamente benéficas e abertas, em que a confiança e a fidelidade ao *Direitos dos Povos* são elementos essenciais à consolidação da estabilidade pelas razões certas,⁵²¹ já que as decisões políticas internacionais não têm caráter coercitivo formal, haja vista a soberania dos Estados.

Logo, a crença na deliberação pautada em razões públicas no âmbito internacional é o que move o *Direito dos Povos*, baseada na expectativa de construção de consensos cooperativos para a tomada de decisão sobre questões internacionais importantes pertinentes às relações mútuas entre os Estados, considerados livres e iguais, em respeito ao critério da reciprocidade.

Pois bem, transportado o ideal de razão pública ao âmbito da regulação financeira sistêmica internacional, nota-se, de início, uma dificuldade institucional

⁵¹⁷ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 23-25.

⁵¹⁸ Segundo John Rawls, o critério da reciprocidade é aplicável ao *Direito dos Povos* da mesma maneira que se aplica na esfera nacional (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 45).

⁵¹⁹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 33. Em outras palavras, “*esse senso razoável de devido respeito, conferido de boa vontade a outros povos razoáveis, é um elemento essencial da ideia de povos que estão satisfeitos com o status quo pelas razões certas. É compatível com a cooperação contínua entre eles ao longo do tempo e com a aceitação mútua e a adesão ao Direito dos Povos*” (RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 45).

⁵²⁰ Em sentido amplo, segundo John Rawls, os princípios tradicionais de justiça entre povos livres e democráticos são os seguintes: (i) os povos são livres e independentes, de modo que a sua liberdade e independência devem ser respeitadas por outros povos; (ii) os povos devem observar tratados e compromissos; (iii) os povos são iguais e são partes em acordos que os obrigam; (iv) os povos sujeitam-se ao dever de não-intervenção; (v) os povos têm o direito de autodefesa, mas nenhum direito de instigar a guerra por outras razões que não a autodefesa; (vi) os povos devem honrar os direitos humanos; (vii) os povos devem observar certas restrições especificadas na conduta da guerra; e (viii) os povos têm o dever de assistir a outros povos em condições desfavoráveis que os impeçam de ter um regime político e social justo ou decente. V. RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 47-48.

⁵²¹ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 55-58.

antecedente clara, qual seja, a existência de diversos organismos e fóruns internacionais cujos objetos institucionais estão, às vezes, superpostos ou se referem a questões específicas dentro do grande espectro de questões importantes relacionadas ao tema, o que se explica, em parte, por exemplo, pela complexidade a respeito do que seja “banco”,⁵²² bem como pela difícil tarefa de definir, com exatidão, os limites de atuação de cada tipo de intermediário financeiro em um sistema financeiro global e conglomerado.⁵²³

Esse fenômeno institucional, próprio da tentativa de criação de uma estrutura de governança global, externa-se através da associação informal⁵²⁴ de organizações e fóruns internacionais através de redes globais de governo (“*government networks*”).⁵²⁵

Em outras palavras, devido à descoordenação formal entre organismos internacionais, as redes globais de governo⁵²⁶ se interligam através de conexões

⁵²² A despeito da definição clássica do que é e faz um banco, conforme explicado no primeiro capítulo quando se tratou do “esquema financeiro básico”, há uma tendência clara, hoje, no sentido de se dar importância à noção de “banco universal”, a fim de lidar, de forma adequada, com o fenômeno dos conglomerados financeiros e evitar a arbitragem regulatória entre segmentos financeiros. V. LASTRA, Rosa Maria. *Banco Central e regulamentação bancária*. Belo Horizonte: Livraria Del Rey, 2000, p. 130.

⁵²³ Conforme enfatizado por Rosa Maria Lastra, “*os limites nebulosos entre os vários tipos de intermediários financeiros implicam a necessidade de uma cooperação mais próxima entre as diferentes autoridades reguladoras no nível internacional, supervisores bancários, reguladores do mercado de títulos e supervisores de seguros, de forma a atingir um campo equilibrado para atuarem em um novo ambiente competitivo de grupos financeiros complexos, assegurando a solvência das instituições envolvidas*” (LASTRA, Rosa Maria. *Op. Cit.*, p. 132).

⁵²⁴ Embora formalmente descoordenados, há uma tendência clara de alinhamento institucional informal das redes globais de governo, com vistas a dar ordem e coerência institucional para o desempenho adequado de suas funções de coordenação coletiva.

⁵²⁵ A definição de redes globais de governo pode ser sintetizada na ideia de que Ministros de diversos países se reúnem para trocar de experiências, informações e técnicas, com propósitos de coordenar, de forma mais adequada, as políticas públicas nacionais para a construção de soluções regulatórias às questões trazidas pela globalização, sem prejuízo de trabalhar, conjuntamente com os demais Ministros dos outros países, na solução de problemas internacionais comuns. Assim, conforme Anne-Marie Slaughter, as redes globais de governo constituem um objeto institucional interessante, ao possibilitar que diversos Estados atuem cooperativamente para resolver problemas comuns sem a burocratização própria das instituições nacionais, cf. SLAUGHTER, Anne-Marie. *Global Government Networks, Global Information Agencies, and Disaggregated Democracy*. Harvard Law School Public Law. Working Paper nº 18, p. 2-3.

⁵²⁶ A título ilustrativo, o *Basel Committee on Banking Supervision* é considerado um exemplo de rede global de governo que fomenta a participação cooperativa internacional na produção de diretrizes regulatórias transnacionais em redes, composto por um clube de Presidentes de Bancos Centrais, cf. POTO, Margherita. *The Supervisory Authorities of the Financial Sector*. In: MARTÍNEZ, Aurilivi Linares; SADDY, André (coord.). *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 185. Maiores detalhes serão trazidos no tópico referente ao Banco de Compensações Internacionais (BIS).

informais,⁵²⁷ a fim de promover a interação internacional na busca de consensos mínimos sobre padrões regulatórios entre países, em processo que foi acentuado em concomitância com o início da globalização econômica dos mercados.

As pretensões das redes globais de governo são relevantes, pois a *global governance* almeja transportar, ainda que parcialmente, a execução do exercício legítimo da atividade de elaboração política de diretrizes normativas dos Estados às instituições internacionais, em um âmbito cooperativo de resolução de questões regulatórias financeiras comuns a todos, o que gera tendências de harmonização para homogeneização com benefícios universalizáveis.⁵²⁸

Pelo fato de a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo se revelar uma temática com objetivos institucionais regulatórios similares em todos os Estados, facilita-se um reconhecimento mútuo de que “as especificidades regulatórias de cada país não são tão gritantes e não são provenientes de conceitos distintos de justiça”⁵²⁹, em prol de resultados deliberativos minimamente consensuais quanto às melhores técnicas regulatórias para alcançar os objetivos regulatórios comuns.

Em suma, tem-se a construção de um arcabouço internacional institucional formado a partir de redes globais de governo, em que são produzidas diretrizes regulatórias através da formulação de documentos com *guidelines*, enquanto resultado normativo da coordenação coletiva dos esforços cooperativos feitos em prol da harmonização para homogeneização das práticas regulatórias internacionais.

Esse movimento institucional com propósitos regulatórios gera questionamentos a respeito da existência de um Direito Global, que, aplicável à regulação financeira sistêmica, poderia ser considerado um Direito Administrativo Global, com força coercitiva para vincular os Estados, em algum grau, aos resultados das deliberações internacionais sobre as melhores diretrizes financeiras regulatórias.⁵³⁰

⁵²⁷ As redes globais de governo são informais, o que não impede a realização sistemática de acordos formais de parceria para a deliberação regulatória sobre assuntos comuns.

⁵²⁸ Conforme preconizado por Rogério Emílio de Andrade, estratégias internacionais de cooperação regulatória são “*um bom instrumento de política pública tanto para os países desenvolvidos, quanto para os países em desenvolvimento que procuram participar do processo regulatório global e precisam reforçar sua capacidade de governança doméstica*” (ANDRADE, Rogério Emílio de. *Direito Homogêneo: mercado global, administração nacional e o processo de harmonização jurídica*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 14).

⁵²⁹ ANDRADE, Rogério Emílio de. *Op. Cit.*, p. 35.

⁵³⁰ André Saddy Saddy narra a existência de controvérsia na Europa Continental sobre a existência de um Direito Administrativo Global, prevalecendo o entendimento de que é cedo para se afirmar a existência de

Ora, segundo já frisado, tais deliberações internacionais não integram as fontes normativas formais dos países no mundo, notadamente em democracias constitucionais, nas quais a legitimação do poder político é exercida, basicamente, pela atuação política interna dos Poderes do Estado segundo a Constituição, os quais assumem responsabilidade política pelas suas decisões em relação aos cidadãos.

Logo, o Direito Administrativo Global, formalmente, pode ser tido por muito débil⁵³¹, eis que não reconhecido como fonte normativa primária pelas Constituições, como ocorre, por exemplo, na Constituição brasileira. Vale dizer, a princípio, o *soft law* e as recomendações oriundas de instâncias regulatórias internacionais estariam cingidas à esfera política, sem capacidade normativa de agregação obrigatória no âmbito jurídico.⁵³²

Por outro lado, a força persuasiva e argumentativa tanto das recomendações dos organismos financeiros internacionais quanto a respeito da legitimidade substancial dos consensos internacionais contidos em diretrizes regulatórias de *soft law* sobre regulação financeira sistêmica nas redes globais de governo,⁵³³ enquanto processo de expansão policêntrica de fontes do Direito Administrativo,⁵³⁴ não podem ser desprezadas, pois tais diretrizes consistem em resultados deliberativos provenientes de procedimentos cooperativos dialógicos a respeito das melhores práticas regulatórias para o

um Direito Administrativo Global, cf. SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 44-45.

⁵³¹ Não se reputa inexistente o Direito Administrativo Global em termos formais, porque proveniente de organismos financeiros internacionais dos quais o Brasil, formalmente, integra, com participação através de representantes políticos, em prol dos propósitos constitucionais de cooperação para o progresso da humanidade (art. 4º, IX, da Constituição brasileira de 1988).

⁵³² A propósito da controvérsia sobre se o *soft law* é ou não jurídico, Paulo Otero diferencia as recomendações internacionais, as quais não teriam “imperatividade” e, por isso, não poderiam ser enquadradas como *soft law* (âmbito de aplicação meramente político), das diretrizes de *soft law*, que detém algum grau de vinculação à juridicidade administrativa. No que tange ao *soft law*, aduz que “a simples adoção pelas ordens jurídicas internas das normas de ‘soft law’ existentes no âmbito do Direito Internacional determina a integração no contexto da legalidade vinculativa da Administração Pública de um grupo de normas cujo grau de imperatividade é reduzido, suscitando imediatos problemas de desmultiplicação ou diluição da intensidade da normatividade administrativa” (OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 176-177).

⁵³³ Diferenciar o que seja uma recomendação ou *soft law* é difícil. No entanto, pode-se dizer que recomendações não têm força normativa e se voltam à influência da pauta político-institucional dos Estados, enquanto o *soft law*, apto a disciplinar matérias eminentemente técnicas, possui carga normativa voltada a propósitos regulatórios em sentido estrito.

⁵³⁴ Cf. MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Poder, direito e Estado: o direito administrativo em tempos de globalização – in memoriam de Marcos Juruena Villela Souto*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 116.

enfrentamento dos desafios postos pela globalização à estabilidade financeira sustentável dos países.

Em outras palavras, a legitimidade de conteúdo das recomendações e diretrizes regulatórias internacionais é evidente, enquanto resultado da participação cooperativa de países na construção de padrões eminentemente técnicos para a definição de estratégias regulatórias destinadas à gestão de questões financeiras comuns.

Sendo assim, devido ao descompasso verificado entre a fundamentação formal muito débil⁵³⁵ e a fundamentação substancial forte para a integração normativa das deliberações internacionais oriundas das principais redes globais de governo, os Estados têm se valido de estratégias regulatórias institucionais voltadas à atribuição de amplo poder normativo a autoridades administrativas regulatórias nacionais para permitir, com maior dinamismo e flexibilidade,⁵³⁶ a intermediação necessária a essa integração normativa, o que ocorre no contexto de um intenso processo de crítica e discussão jurídico-política sobre a necessidade de releitura dos modelos institucionais tradicionais de democracia e separação de poderes.

A propósito, tal processo leva à substituição da noção de clássica de legalidade pela noção de juridicidade na Administração Pública contemporânea,⁵³⁷ segundo um

⁵³⁵ Essa fundamentação formal muito débil não impede, a propósito, a constatação evidente de que determinadas redes de globais de governo ou redes de redes globais de governo tornaram-se, mundialmente, órgãos reguladores internacionais *de fato*, tal como o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia, devido à credibilidade técnica dos diagnósticos e das diretrizes de regulação prudencial definidas para servir de referência à estratégia regulatória financeira dos países, cf. LASTRA, Rosa Maria. *Op. Cit.*, p. 135.

⁵³⁶ Tendo em vista a complexidade e a rapidez da realidade econômica e social contemporânea, não há dúvidas de que o processo legislativo tradicional sofre uma relativa crise funcional para deliberar sobre determinados temas regulatórios. Vale dizer, a fragilização do Poder Legislativo quanto à definição de estratégias regulatórias específicas e conjunturais ocorre, sobretudo, devido à falta de especialização e incapacidade do processo legislativo tradicional em acompanhar o dinamismo da realidade econômica mundial, especialmente as tendências e questões próprias do sistema financeiro global, o que justifica, a propósito, as diversas delegações de função normativa a órgãos reguladores especializados, enquanto resultado de um processo de descentralização funcional e formatação institucional de uma Administração Policêntrica. V. SARMIENTO, Daniel. *El Soft Law Administrativo: Um estudio de los efectos jurídicos de las normas no vinculantes de La Administración*. Madrid: Thomson Civitas, 2007, p. 32-44, *passim*.

⁵³⁷ Nesse sentido, com o advento de novas fontes substanciais supraestatais de poder, resulta “*evidente que a nova missão do Estado já não poderia mais se restringir tautologicamente à simples manutenção da legalidade – ou seja, criar a lei e aplicá-la -, mas tornar-se plenamente referida a uma realização dos valores fundantes e permanentes da sociedade que lhe são imanentes (e não apenas àqueles conjunturalmente impostos por governantes ou por eventuais maiorias plebiscitárias), ou seja, em suma: referida à juridicidade, com a missão de sustentar o Direito*” (MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Op. Cit.*, p. 50). O tema será tratado com maior profundidade no capítulo seguinte, mas não se pode deixar de mencionar que o enfraquecimento da noção tradicional de legalidade administrativa é uma necessidade prática para o enfrentamento dos efeitos da globalização, o que não é necessariamente prejudicial e sim adaptativo, pois a legitimidade material do Direito permanece vinculada aos propósitos públicos de racionalidade e razoabilidade da atuação estatal, vale dizer, o dogma da razão permanece

novo modelo de governança pública ou *New Public Management*, com fundamentação democrática das decisões regulatórias a partir de um novo paradigma de legitimação pela *accountability* e resultados atingidos, o que qualifica a eficácia persuasiva e argumentativa das recomendações internacionais, bem como o *soft law* produzido nas redes globais de governo como fonte normativa desse novo modelo.⁵³⁸

Sendo assim, adotada a noção de juridicidade administrativa fundamentada na Constituição, o Direito Administrativo Global é uma realidade normativa clara, de modo que as redes globais de governo são fontes normativas importantes para a regulação financeira sistêmica exercida pela Administração Pública, ainda que em estágio inicial quanto à sua evolução.

Não obstante, os resultados cooperativos pertinentes à deliberação pública nas redes globais de governo sobre regulação financeira sistêmica se sujeitam, para adquirir legitimidade constitucional, a processos domésticos de integração normativa, notadamente por filtros oriundos de fontes de *hard law*⁵³⁹ pelas autoridades financeiras competentes, que devem ser devidamente acompanhados pelo ônus institucional relativo à justificação pública doméstica do grau de adesão normativa às diretrizes internacionais de regulação, conforme o ideal da razão pública, sobretudo para informar às instituições e cidadãos, de forma transparente, os custos e os benefícios regulatórios.

Em outras palavras, embora as deliberações internacionais no campo regulatório financeiro não sejam formalmente vinculantes, decisões oficiais de não aplicação das recomendações e diretrizes produzidas nas redes financeiras globais de governo das quais o Brasil participa exigem motivação pública pelas autoridades reguladoras financeiras nacionais⁵⁴⁰ e essa motivação pode ser controlada pelos demais Poderes.

Vale dizer, conquanto o conteúdo das deliberações internacionais, especificamente o *soft law* não aplicado, em si considerado, seja insuscetível de impugnação formal, a norma integradora de seu conteúdo ao ordenamento jurídico

intacto, conquanto envolto em um novo modelo institucional de separação de poderes, cf. SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 190-191.

⁵³⁸ Cf. SARMIENTO, Daniel. *Op. Cit.*, p. 49.

⁵³⁹ Com o uso do termo *hard law* refiro-me à integração normativa por órgãos que detém função normativa legítima segundo o ordenamento constitucional pátrio, cf. SARMIENTO, Daniel. *Op. Cit.*, p. 143.

⁵⁴⁰ A tese de exigência de motivação pública da decisão de não aplicação do *soft law* não submetido à integração normativa é compartilhada por Daniel Sarmiento, sob a denominação “*vertiente anulatória del soft law*”. V. SARMIENTO, Daniel. *Op. Cit.*, p. 163.

interno pode ser controlada,⁵⁴¹ assim como a motivação administrativa quanto à aplicação ou não do *soft law* consensualmente definido nessas redes globais de governo, com fundamento essencial nas normas constitucionais relacionadas à: (i) democracia (art. 1º); (ii) necessidade de motivação e eficiência administrativa das decisões regulatórias (art. 37, *caput*); e (iii) vinculação do Brasil aos projetos de cooperação internacional entre países em prol do progresso mundial (art. 4º, IX)⁵⁴².

Segundo a Constituição brasileira de 1988, a representação internacional do Estado brasileiro nas organizações internacionais e a responsabilidade pelas relações com Estados estrangeiros são atribuídas à União (arts. 21, I), que está vinculada aos princípios constitucionais gerais que regem a Administração Pública⁵⁴³ e aos parâmetros normativos de estrutura institucional sobre regulação financeira sistêmica postos pelo Congresso Nacional,⁵⁴⁴ com a sujeição dos atos do Presidente da República, enquanto Chefe do Poder Executivo Federal, auxiliado pelos Ministros de Estado (arts. 76 e 84, II, VII e VIII, e 87) à fiscalização pelo Congresso Nacional⁵⁴⁵ e Tribunal de Contas da União,⁵⁴⁶ cuja atuação de controle se dá em caráter integrado (art. 74),⁵⁴⁷ nos termos da Constituição e das leis do país, com vistas, especialmente, aos propósitos de “cooperação para o progresso da humanidade” (art. 4º, IX).

No que diz respeito à regulação financeira sistêmica, o Brasil tem participado das redes globais de governo, sobretudo através da representação do Ministro da

⁵⁴¹ Tal tese valeria também para casos de eventuais omissões no processo de integração normativa das diretrizes internacionais de regulação financeira sistêmica.

⁵⁴² Os parâmetros judiciais de controle de conteúdo da regulação financeira financeira sistêmica estão expostos, com detalhes, no último capítulo da dissertação.

⁵⁴³ Notadamente, refiro-me aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência, nos termos do *caput* do art. 37 da Constituição brasileira.

⁵⁴⁴ Nos termos dos incisos XIII e XIV do art. 48 da Constituição brasileira, ao Congresso Nacional compete dispor, normativamente, respectivamente, sobre: “matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações” e “moeda, seus limites de emissão, e montante da dívida mobiliária federal”.

⁵⁴⁵ Vide os diversos incisos do art. 49 da Constituição brasileira, especialmente o inciso V e X.

⁵⁴⁶ A competência do Tribunal de Contas da União está restrita às disposições normativas do art. 70 e 71 da Constituição brasileira, notadamente quanto à “fiscalização contábil, financeira, orçamentária, operacional e patrimonial da União e das entidades da administração direta e indireta”, segundo dispõe o *caput* do art. 70 da Constituição brasileira.

⁵⁴⁷ Nos termos do inciso II art. 74 da Constituição brasileira de 1988, os controles internos dos Poderes devem ser articulados de forma integrada, a fim de avaliar, conforme as competências constitucionais, os resultados da gestão financeira dos órgãos e entidades da administração federal, bem como “apoiar o controle externo no exercício de sua missão institucional” (art. 74, inciso IV).

Fazenda e do Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil,⁵⁴⁸ sem prejuízo da participação de Presidentes ou representantes de autarquias reguladoras do Sistema Financeiro Nacional em organismos internacionais especializados, no exercício das respectivas competências constitucionais e legais.

Essa integração institucional no âmbito internacional tem se dado, sobretudo, em organismos mundiais de cooperação regulatória, de modo que organizações internacionais regionais, embora importantes, não assumiram a condução do processo institucional de integração internacional cooperativa com propósitos de padronização da regulação financeira sistêmica e, por isso, não serão analisados em profundidade, o que não impede sua menção no presente momento, quais sejam: (i) a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL),⁵⁴⁹ (ii) o Centro de Estudos Monetários da América Latina (CEMLA)⁵⁵⁰ e (iii) o Mercado Comum do Sul (Mercosul).⁵⁵¹

Sem embargo, pelos mesmos motivos, também não serão feitas análises mais densas sobre o papel desempenhado pela Organização Mundial do Comércio (OMC),⁵⁵²

⁵⁴⁸ No Brasil, o Presidente do Banco Central do Brasil tem *status* de Ministro, nos termos do art. 2º da Lei nº 11.036, de 2004 (resultado da conversão da Medida Provisória nº 207, de 2004). Prescreve o aludido artigo que “o cargo de Natureza Especial de Presidente do Banco Central do Brasil fica transformado em cargo de Ministro de Estado”. Tal atribuição legal de *status* foi impugnada no Supremo Tribunal, mas o pedido, por maioria, foi julgado improcedente, em decisões tomadas no julgamento das Ações Diretas de Inconstitucionalidade de nº 3289 e 3290, ajuizadas, respectivamente, por partidos de oposição ao governo na época, quais sejam, o então Partido da Frente Liberal (PFL) e o Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB).

⁵⁴⁹ A Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL) foi instituída em 25 de fevereiro de 1948 pelo Conselho Econômico e Social das Nações Unidas (ECOSOC) e tem sede em Santiago, no Chile. A CEPAL é uma das cinco comissões econômicas regionais das Nações Unidas (ONU) e foi criada para monitorar as políticas públicas voltadas à cooperação para o desenvolvimento econômico dos países da América Latina e Caribe. Todos os países da América Latina e do Caribe são membros da CEPAL, juntamente com outras nações. Fonte: <http://www.eclac.org/cgi-bin/getProd.asp?xml=/brasil/noticias/paginas/2/5562/p5562.xml&xsl=/brasil/tpl/p18f.xsl&base=/brasil/tpl/top-bottom.xsl>. Acesso em 16.02.2103.

⁵⁵⁰ O Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) é resultado de uma reunião de Bancos Centrais ocorrida em Santiago de Chile, em 1949, na qual se deliberou pela criação de uma instituição latinoamericana com propósitos de cooperação e compartilhamento de informações entre autoridades monetárias. O estabelecimento oficial dessa instituição ocorreu em 1952. Dentre suas funções, destacam-se sua conexão com projetos dos principais organismos internacionais, especialmente prover assistência técnica em relação a políticas de endividamento público, sistemas de pagamentos e medição de remessas internacionais. Fonte: <http://www.cemla.org/acerca.html>. Acesso em 16.02.2013.

⁵⁵¹ O Mercado Comum do Sul (Mercosul), sob inspiração da Associação Latino-Americana de Livre Comércio (ALALC) e da Associação Latino Americana de Integração (ALADI), foi constituído, originariamente, a partir do Tratado de Assunção, assinado em 1991. Desde 1995, o Mercosul consiste em uma união aduaneira entre países sul americanos com pretensões específicas de regulação da política de livre comércio, pessoas e capitais entre os países integrantes.

⁵⁵² A Organização Mundial do Comércio ou *World Trade Organization* é organização internacional instituída após a Rodada do Uruguai do GATT em 1993, com funcionamento a partir de 1995, cujo objeto

“Grupo Banco Mundial”⁵⁵³ e Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE),⁵⁵⁴ eis que, respectivamente, os propósitos de ordenação do livre comércio internacional, apoio ao desenvolvimento econômico dos países e preocupações gerais relativas à regulação para o desenvolvimento econômico não estão contidos, diretamente, no âmbito da regulação financeira sistêmica.

Adicionalmente, alguns organismos internacionais específicos desenhados para promover a coordenação das estratégias regulatórias financeiras serão somente mencionados porque: (i) não assumiram o protagonismo institucional na definição de padrões de regulação financeira sistêmica internacional e/ou (ii) pelo fato desses atuarem, conjuntamente, em parceira institucional, com organizações regulatórias internacionais mais centrais e predominantes, enquanto fenômeno de atuação institucional no sentido da construção de “rede de redes”

Quanto ao ponto, a constituição de “rede de redes” ocorre quando um organismo internacional (rede global de governo) mais importante assume o papel de coordenação

é a cooperação para a harmonização das relações internacionais de comércio entre países, em prol da construção de um sistema equilibrado de comércio internacional. Sediada em Genebra, na Suíça, a instituição é integrada por 159 países do mundo. Fonte: http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/what_we_do_e.htm. Acesso em 16.02.2013.

⁵⁵³ O “Grupo Banco Mundial” ou *World Bank Group* foi constituído, originariamente, como Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) na conferência de *Bretton Woods* em 1944. Sediado em Washington D.C., nos Estados Unidos da América, sua função original foi a dar apoio financeiro à reconstrução dos países atingidos pela Segunda Guerra Mundial. Atualmente, o “Grupo Banco Mundial” assumiu funções de suporte financeiro a países pobres ou em desenvolvimento, com vistas ao financiamento de projetos voltados ao desenvolvimento econômico, principalmente para a redução da pobreza e o desenvolvimento sustentável. Hoje, desdobra-se a instituição em duas instituições principais: (i) o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), integrado por 188 países, todos obrigatoriamente participantes do Fundo Monetário Internacional, e (ii) a Associação Internacional de Desenvolvimento (AID). Além dessas duas instituições, há três instituições afiliadas, a saber: (i) a Corporação Financeira Internacional (CFI), (ii) a Agência Multilateral de Garantia ao Investimento (AMGI) e (iii) o Centro Internacional para a Solução de Disputas de Investimento (CISDI). Fonte: <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTABOUTUS/0,,contentMDK:20103838~menuPK:1696997~pagePK:51123644~piPK:329829~theSitePK:29708,00.html>. Acesso em 16.02.2013.

⁵⁵⁴ Inicialmente institucionalizada como Organização para a Cooperação Econômica Europeia (*The Organisation for European Economic Cooperation - OEEC*), em 1947, com o objetivo de dar suporte à execução do Plano Marshall na Europa, a instituição expandiu-se para se tornar global, mudando sua denominação para *Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD)*, com funcionamento a partir de 1961. O objetivo essencial da OCDE é estimular políticas públicas que melhorem o bem-estar das pessoas a partir de uma ótica do desenvolvimento econômico, com a formulação de recomendações regulatórias aos países, em prol do desenvolvimento sustentável. Fonte: <http://www.oecd.org/about/>. Acesso em 16.02.2013.

de outros organismos internacionais com propósitos específicos contidos no objeto da instituição mais sistemicamente importante (rede de redes globais de governo).⁵⁵⁵

Refiro-me, a propósito do tema, a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO),⁵⁵⁶ a *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS)⁵⁵⁷ e a *International Association of Deposit Insurers* (IADI),⁵⁵⁸ importantes dentro da estrutura institucional de regulação financeira sistêmica internacional.

Vejamos, então, as principais redes globais de governo que assumiram o protagonismo nas discussões internacionais públicas atinentes à regulação financeira

⁵⁵⁵ A construção informal de “rede de redes” é uma solução que tem sido dada para estruturar o funcionamento de diversas redes globais de governo, a fim de estabelecer, institucionalmente, padrões transparentes de cooperação regulatória internacional mais uniformes e consistentes, cf. ANDRADE, Rogério Emílio de. *Direito Homogêneo: mercado global, administração nacional e o processo de harmonização jurídica*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 98.

⁵⁵⁶ A *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) foi instituída em 1983, enquanto decisão de transformação institucional de uma associação regional de países da América, criada em 1974, em uma organização internacional destinada ao estabelecimento de padrões regulatórios para o mercado de capitais. Em 1998, a IOSCO publicou seu principal documento com diretrizes regulatórias para o mercado de capitais, intitulado: “*Objectives and Principles of Securities Regulation*” (Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>. Acesso em 16.02.2013) ou “*IOSCO Principles*”, com o estabelecimento posterior, em 2003, de uma metodologia técnica (“*IOSCO Principles Assessment Methodology*”, disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359.pdf>. Acesso em 16.02.2013), voltada a mensurar o nível de adesão dos seus princípios nos sistemas financeiros nacionais e, com isso, identificar e corrigir equívocos regulatórios. Em 2002, foi adotado um memorando global de entendimento (IOSCO MMoU), firmado com propósitos de estímulo à cooperação e troca de informações entre reguladores do mercado de capitais, reforçado, posteriormente, em 2005 e 2010. Fonte: <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=background>. Acesso em 16.02.2013. Os principais objetivos da IOSCO são: (i) estimular a cooperação em prol da adesão dos países a padrões regulatórios adequados para a manutenção da integridade e confiança no mercado de capitais, com a finalidade de proteger os consumidores financeiros; (ii) fomentar a transparência e a eficiência dos mercados; e (iii) atenuar riscos sistêmicos, notadamente nas estruturas de sistemas de pagamentos e nos mercados de produtos financeiros sistemicamente mais sensíveis. Não obstante sua importância para a regulação financeira sistêmica mundial, a IOSCO será somente citada porque sua atuação institucional quanto ao propósito de redução do risco sistêmico ocorre atrelada à atuação, em parceira, com fóruns internacionais mais centrais, quais sejam, o Comitê de Sistemas de Pagamentos e Liquidações ou *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS), no âmbito do Banco de Compensações Internacionais – BIS, e o *Financial Stability Board* (FSB), examinados a seguir. O Brasil participa da IOSCO por representação do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

⁵⁵⁷ A *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) foi instituída, em 1993, como organização internacional destinada à cooperação para padronização regulatória no mercado de seguros, do que resultou na elaboração de documentos importantes com *guidelines* regulatórias para orientar a supervisão estatal sobre a atividade de corretores, seguradoras e resseguradoras. Sua atuação institucional, no que diz respeito ao risco sistêmico, ocorre, em parceira, com o *Financial Stability Board* (FSB) e o Banco de Compensações Internacionais (BIS), onde está sediada, em Basileia. Fonte: <http://www.iaisweb.org/About-the-IAIS-28>. Acesso em 16.02.2013. O Brasil participa da IAIS por representação de autoridade da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

⁵⁵⁸ A *International Association of Deposit Insurers* (IADI) foi instituída em 2002 com a finalidade de fortalecer a cooperação, melhorar a eficiência e fomentar a troca de informações sobre sistemas de seguro de depósitos. Seu funcionamento ocorre junto ao Banco de Compensações Internacionais (BIS), em Basileia. Fonte: <http://www.iadi.org/aboutIADI.aspx>. Acesso em 16.02.2013.

sistêmica mundial e, por isso, são as “redes de redes globais de governo” mais relevantes no cenário global contemporâneo.⁵⁵⁹

2.3.1 Banco de Compensações Internacionais (BIS).

O Banco de Compensações Internacionais ou *Bank for International Settlements* (BIS) é o organismo financeiro internacional mais antigo ainda em funcionamento e a principal rede de redes globais de governo entre Bancos Centrais no mundo.

Instituído em 1930 com sede em Basileia, na Suíça, seu objetivo institucional original consistiu, no contexto do *Young Plan*, em gerir os pagamentos das indenizações impostas à Alemanha pelo Tratado de Versailles após o fim da Primeira Guerra Mundial, além facilitar acordos de compensação para pagamentos multilaterais entre países e promover, amplamente, a cooperação entre Bancos Centrais⁵⁶⁰.

Ao longo do anos, o BIS assumiu diversas tarefas institucionais, com destaque para o acompanhamento do cumprimento do sistema monetário internacional instituído pelo acordo de *Bretton Woods* durante o período de sua implementação.

No início da década de 1970, há uma mudança de foco institucional no sentido do monitoramento do fluxos internacionais de capitais e ao início de um processo de coordenação internacional de estratégias regulatórias que resultaram em padrões de regulação financeira sistêmica dos riscos inerentes ao sistema financeiro global.

O BIS é reputado o “Banco dos Bancos Centrais” porque é a organização internacional central na discussão sobre o papel das autoridades mundiais de supervisão bancária com vistas a alcançar a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

O BIS é composto por 60 Bancos Centrais, cujo poder de voto na Assembleia Anual da instituição é proporcional à participação no capital social de cada associado.⁵⁶¹

O Brasil aderiu ao BIS com a publicação do Decreto-Legislativo nº 15, de 1997.

⁵⁵⁹ Quanto ao ponto, é interessante mencionar a existência de um fenômeno de constituição de fóruns globais privados para deliberar, publicamente, sobre a arquitetura do sistema financeiro global. Um exemplo disso é o G-30, integrado por membros da academia internacional e representantes dos setores financeiros público e privado. O G-30 foi criado, em 1978, para servir de fórum internacional privado de discussão sobre questões econômicas e financeiras relativas ao sistema financeiro global, com a publicação de documentos temáticos relevantes e a apresentação de propostas para aprimoramento de arcabouços regulatórios financeiros. Fonte: <http://www.group30.org/about.shtml>. Acesso em 02.03.2013.

⁵⁶⁰ Fonte: <http://www.bis.org/about/history.htm>. Acesso em 16.02.2013.

⁵⁶¹ São membros do BIS os Bancos Centrais dos seguintes países: Argélia, Argentina, Austrália, Áustria, Bélgica, Bósnia e Herzegovina, Brasil, Bulgária, Canadá, Chile, China, Colômbia, Croácia, República

Em linhas gerais, a missão institucional do BIS⁵⁶² é servir de instância deliberativa dialógica de pesquisa científica e estatística, de troca de informações e de cooperação regulatória entre Bancos Centrais, cujas atividades podem resultar na elaboração e revisão de diretrizes de regulação financeira sistêmica para uma melhor regulação (*better regulation*), sem prejuízo de sua atuação institucional como auxiliar ou contraparte nas relações financeiras entre Bancos Centrais.

No âmbito do BIS, ocorrem reuniões técnicas regulares entre Presidentes de Bancos Centrais em Basileia,⁵⁶³ nas quais são discutidos temas relativos ao sistema financeiro internacional, bem como as possíveis estratégias regulatórias que podem ser adotadas em prol da estabilidade financeira mundial, com o auxílio informacional do corpo técnico da instituição, cujas pesquisas científicas e estatísticas são publicizadas através de Relatórios Anuais, Documentos temáticos, *BIS Papers*, *Working Papers*, etc.

Adicionalmente, o BIS sedia o Instituto para a Estabilidade Financeira (*Financial Stability Institute – FSI*),⁵⁶⁴ a secretaria do *Financial Stability Board (FSB)*, da *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)* e da *International Association of Deposit Insurers (IADI)*.

Além disso, existem diversos Comitês temáticos no BIS,⁵⁶⁵ com representação do Brasil em todos eles,⁵⁶⁶ salvo o Fórum de Governança de Bancos Centrais (CBGF),

Tcheca, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hong Kong, Hungria, Islândia, Índia, Indonésia, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Coreia do Sul, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Macedônia, Malásia, México, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Peru, Filipinas, Polônia, Portugal, Romênia, Rússia, Arábia Saudita, Sérvia, Cingapura, Eslováquia, Eslovênia, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Tailândia, Turquia, Emirados Árabes Unidos, Reino Unido e Estados Unidos da América, além do Banco Central Europeu.

⁵⁶² O BIS possui três órgãos administrativos: (i) a Assembléia Geral (*General Meeting of member central banks*), (ii) a Diretoria Executiva (*Board of Directors*) e (iii) a Administração (*Management of the Bank*), responsáveis pela pauta institucional e o planejamento orçamentário do BIS.

⁵⁶³ A reunião do BIS do mês de novembro é realizada, tradicionalmente, em conjunto com a reunião do G-20.

⁵⁶⁴ O Financial Stability Institute (FSI) foi criado em 1999 por iniciativa conjunta do Banco de Compensações Internacionais (BIS) e do *Basel Committee on Banking Supervision (BCBS)* para auxiliar os Bancos Centrais na melhoria da regulação financeira dos sistemas financeiros nacionais. Os objetivos do SFI visam, basicamente, incentivar, facilitar o acesso e a adoção prática das recomendações financeiras regulatórias em termos globais, mediante suporte informacional e agendamento de eventos voltados à disseminação das deliberações sobre diretrizes regulatórias estabelecidas no âmbito do BIS. Fonte: <http://www.bis.org/fsi/aboutfsi.htm>. Acesso em 16.02.2013.

⁵⁶⁵ Fonte: <http://www.bis.org/stability.htm>. Acesso em 16.02.2013.

⁵⁶⁶ Em 2009, houve a consolidação institucional de um movimento de ampliação representativa nos Comitês do BIS em razão de deliberações feitas no âmbito do G-20, o que motivou a inclusão oficial do Brasil nos comitês nesse mesmo ano.

cujas deliberações técnicas são consolidadas, consensualmente, em documentos com diretrizes financeiras regulatórias, a saber: (i) Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS); (ii) Comitê de Sistema Financeiro Global (CGFS); (iii) Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações (CPSS); (iv) Comitê de Mercados; (v) Fórum de Governança de Bancos Centrais (CBGF); e (vi) Comitê Irving Fisher de Estatísticas de Bancos Centrais.

2.3.1.1 Comitê de Supervisão Bancária de Basileia (BCBS).

O Comitê de Supervisão Bancária da Basileia⁵⁶⁷ ou *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS), que pode ser reputado o principal comitê no âmbito do BIS, tem por foco institucional o estabelecimento de diretrizes de regulação prudencial,⁵⁶⁸ notadamente para o monitoramento e supervisão do funcionamento das instituições bancárias ou conglomerados financeiros centrados em bancos. Diz-se “regulação prudencial”, mas poderia se dizer regulação baseada em técnicas racionais de gestão de riscos financeiros, a fim de evitar ou atenuar efeitos de crises financeiras.

Em outras palavras, o BCBS é o comitê do BIS destinado à condução da cooperação regulatória internacional para lidar com temas de regulação prudencial,⁵⁶⁹ com vistas à obtenção consensual de diretrizes - *guidelines and supervisory standards* – para harmonização das estratégias regulatórias financeiras dos países, com destaque para os “Acordos de Basileia” (Basileia I, II, II.5 e III) e o documentos de princípios fundamentais a uma regulação prudencial eficaz (*Core Principles for Effective Banking Supervision*), em prol da estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

⁵⁶⁷ O BCBS possui subcomitês especializados: (i) *The Standards Implementation Group*; (ii) *The Policy Development Group*; (iii) *The Accounting Task Force*; e (iv) *The Basel Consultative Group*. Fonte: <http://www.bis.org/bcbs/about.htm>. Acesso em 17.02.2013.

⁵⁶⁸ O termo “regulação prudencial” será utilizado ao longo do texto. Alguns autores preferem a denominação “supervisão prudencial”, que enfoca a tarefa de monitoramento do funcionamento das atividades das instituições financeiras na gestão dos riscos financeiros. No entanto, como a compreensão da preocupação regulatória prudencial extravaza os aspectos estritos de monitoramento de riscos, pois os riscos com os quais lida a regulação financeira prudencial se manifestam em todos os momentos da regulação estatal - no controle de acesso (regulação de entrada) e de saída (regulação de saída para fins de resolução e saneamento) nos mercados financeiros, inclusive -, deu-se preferência ao termo mais amplo “regulação prudencial”.

⁵⁶⁹ São membros do BCBS: África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Cingapura, Coreia do Sul, Espanha, Estados Unidos da América, França, Holanda, Hong Kong, Índia, Indonésia, Itália, Japão, Luxemburgo, México, Reino Unido, Rússia, Suécia, Suíça e Turquia.

Como rede de redes globais de governo, o BCBS tem contato institucional direto com o *Financial Stability Board (FSB)* e todos os demais organismos financeiros internacionais, inclusive organizações não bancárias (IOSCO, a IAIS e a IADI, por exemplo), com destaque ao *Joint Forum* instituído em Basileia⁵⁷⁰.

Para alcançar seus objetivos, o BCBS viabiliza um espaço de institucional de deliberação dotado dos seguintes propósitos: (i) a troca de informações sobre a evolução do sistema financeiro global para a identificação de riscos sistêmicos; (ii) o aprimoramento da discussão cooperativa de questões regulatórias comuns; (iii) o estabelecimento e promoção de diretrizes ou padrões regulatórios de regulação prudencial; (iv) a resolução de lacunas ou espaços de arbitragem regulatória que traduzam riscos à estabilidade financeira; (v) o acompanhamento e auxílio na aplicação das diretrizes ou padrões regulatórios comuns instituídos pelo BCBS nos países membros; (vi) o estímulo a países que não integram o comitê a respeito da adoção de suas recomendações internacionais; e, por fim, (vii) a coordenação cooperativa com outros organismos financeiros internacionais para promover a estabilidade financeira.⁵⁷¹

Todas as diretrizes regulatórias do BCBS são submetidas a consultas públicas internacionais prévias, além de obrigatoriamente tomadas por consenso e publicizadas através do sítio eletrônico do BIS.

Pois bem, a evolução histórica institucional do BCBS inicia-se em uma conjuntura econômica internacional instável. No início da década de 1970, houve a ruptura forma do acordo de *Bretton Woods* e o advento da primeira crise do petróleo em 1973. Além disso, houve a falência de algumas instituições financeiras, nelas incluídas a

⁵⁷⁰ Em setembro de 2012, o *Joint Forum* divulgou relatório final intitulado “*Principles for the supervision of financial conglomerates*”, enquanto aperfeiçoamento de estudos feitos em 1999, no qual constam cinco princípios institucionais fundamentais para a supervisão de conglomerados financeiros, a saber: (i) autonomia regulatória para o exercício dos poderes de supervisão, com clara identificação de competências para viabilizar a coordenação entre reguladores financeiros; (ii) construção de canais eficientes de coordenação regulatória, principalmente para a troca de informações; (iii) fortalecimento da governança corporativa; (iv) verificação constante da adequação de capital e liquidez financeira; e (v) monitoramento dos métodos de gestão de riscos nas diversas estruturas internas dos conglomerados financeiros. Relatório disponível em: <http://www.bis.org/publ/joint29.pdf>. Acesso em 01.03.2013.

⁵⁷¹ Fonte: <http://www.bis.org/bcbs/charter.pdf>. Acesso em 17.02.2013. Conforme esclarece Sidney Turczyn, o Comitê de Supervisão Bancária de Basileia “*jamais se constituiu em autoridade bancária internacional e suas conclusões e recomendações não possuem força legal ou vinculante, nem mesmo para seus integrantes. Tem como principal intuito o de aproximar e melhorar a supervisão bancária internacional, atuando, basicamente, por três formas: a) agindo como foro para as autoridades de supervisão dos Estados-membros trocarem informações e discutirem as melhores políticas de supervisão; b) identificando lacunas na supervisão da atividade bancária internacional; e c) estabelecendo princípios de coordenação internacional sobre supervisão bancária e desenvolvendo padrões mínimos ou regras sobre o capital dos bancos e sobre outras áreas*” (TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 232).

falência de bancos importantes, como o *Franklin National* nos Estados Unidos da América e *Herstatt Bank* na Alemanha, ambas ocorridas em 1974.

É nesse contexto que foi instituído, em 1974, o Comitê de Supervisão Bancária de Basileia pelos países do G-10 no âmbito do BIS, com a responsabilidade deliberativa de desenvolver estudos e estabelecer diretrizes que pudessem servir de parâmetro de supervisão bancária pelos países.

Assim, implantou-se uma iniciativa pioneira de criação de ambiente institucional informal para fins de regulação financeira sistêmica (comitê no BIS) que não se enquadra no modelo tradicional do direito internacional consistente em formalizar organizações internacionais com propósitos específicos.⁵⁷²

Iniciados os trabalhos do comitê em 1975, foi elaborada a “Concordata da Basileia”, que consistiu em um esforço inicial de definição pública de algumas diretrizes para a divisão de responsabilidades no cenário financeiro internacional entre os Bancos Centrais nacionais participantes do BCBS.⁵⁷³

Devido a algumas imperfeições desse documento, efetuou-se a revisão da Concordata original em 1983,⁵⁷⁴ mas sem uma adesão efetiva pelos países integrantes do BIS.

Com o desenvolvimento institucional das atividades do BCBS, o objetivo de tornar-se um ambiente central de deliberação internacional em prol do aperfeiçoamento da regulação financeira prudencial mostrava-se cada vez mais plausível, haja vista a

⁵⁷² Conforme Anne-Marie Slaughter, o surgimento de ambientes deliberativos internacionais informais constituiu em movimento de quebra no modelo tradicional de criação de organismos internacionais com personalidade jurídica de direito internacional, compostos por Estados e formalizados por tratados (SLAUGHTER, Anne-Marie. *Op. Cit.*, p. 7).

⁵⁷³ As principais decisões da “Concordata de Basileia” foram as seguintes: (i) a solvabilidade de agências de instituições financeiras bancárias é de responsabilidade do supervisor no país de origem ou onde se situa a sede; (ii) a solvabilidade de subsidiárias e *joint ventures* financeiras é de responsabilidade do supervisor no país local ou no país de constituição, mas o país de origem deve considerar a exposição das subsidiárias e *joint ventures* financeiras na regulação nacional; e (iii) a liquidez institucional das agências, subsidiárias e *joint ventures* financeiras é de responsabilidade do supervisor do país local, mas o país de origem deve monitorar a liquidez de seus bancos internacionais, cf. LASTRA, Rosa Maria. *Op. Cit.*, p. 138.

⁵⁷⁴ Tal revisão foi provocada, sobretudo, pela crise no Banco Ambrosiano italiano, em Luxemburgo, no ano de 1982, em que se constatou a necessidade de supervisão consolidada do funcionamento da matriz e das agências/subsidiárias de instituições financeiras internacionalizadas, com a responsabilidade regulatória conjunta entre o país de origem e o país do local de instalação. No caso, as autoridades italianas decidiram garantir somente depósitos bancários feitos na Itália, eis que a filial em Luxemburgo não estava classificada como banco, o que inviabilizaria a garantia dos depósitos realizados nesse país. V. LASTRA, Rosa Maria. *Op. Cit.*, p. 139-140.

necessidade de construção e harmonização de diretrizes regulatórias, no âmbito do sistema financeiro global, por uma instituição dotada de credibilidade mundial.

Sendo assim, em 1988, o BCBS formaliza seu mais conhecido projeto regulatório, ao formular a primeira etapa dos “Acordos de Basiléia”, denominado “Basiléia I”, com foco no risco de crédito e na condição de solvência – não só de liquidez – das instituições financeiras bancárias,⁵⁷⁵ mediante a criação de um método de cálculo do capital regulatório exigível, em dois níveis,⁵⁷⁶ baseado na relação ponderada dos riscos dos ativos dos bancos (APR ou *RWA*, em inglês),⁵⁷⁷ com pretensões estritas de aplicação aos “bancos internacionais”.

Desconsiderados os aspectos mais técnicos relacionados à regulação financeira prudencial, fundada, predominantemente, no risco de crédito, as decisões fundamentais de “Basiléia I” consistiram no consenso de que a regulação prudencial bancária é assunto doméstico dos países⁵⁷⁸ e que deve haver o estabelecimento de regras uniformes para determinar um padrão equitativo de concorrência dos bancos que atuavam em nível internacional. Naquele momento, havia uma acirrada concorrência entre bancos americanos, europeus e japoneses no mercado internacional.⁵⁷⁹

Não obstante, embora as regras estivessem direcionadas a instituições financeiras bancárias internacionais oriundas dos países integrantes do comitê, o estabelecimento das diretrizes de regulação prudencial bancária internacional produziu diversos efeitos aparentemente inesperados.

⁵⁷⁵ Nesse sentido, “Basiléia I” representou um avanço na regulação prudencial bancária até então adotada, que era focada somente na condição de liquidez dos bancos.

⁵⁷⁶ Esses dois níveis – Nível 1 e Nível 2 – correspondem, respectivamente, ao capital base principal e capital suplementar.

⁵⁷⁷ Segundo “Basiléia I”, o índice de Basiléia era calculado conforme a soma dos ativos ponderados pelos seus respectivos riscos, com aplicação inclusiva a exposições *off-balance sheet* ajustadas aos riscos, com cinco pesos rigidamente preestabelecidos de risco de crédito: 0%, 10%, 20%, 50% e 100%.

⁵⁷⁸ Os “Acordos de Basiléia”, a despeito de traçar diretrizes de regulação financeira prudencial para instituições financeiras bancárias, não interferem, integralmente, no conteúdo da regulação financeira sistêmica adotada nos países. Vale dizer, os aderentes têm legitimidade para adaptar as diretrizes regulatórias postas segundo especificidades dos países, mas tais adaptações devem ser justificadas de forma adequada, sob pena de receber avisos de pendência, recomendações para retificação ou, até mesmo, avaliações negativas por organismos financeiros internacionais e agências internacionais de *rating* soberano.

⁵⁷⁹ Importa afirmar que, na década de 80 do século passado, os bancos norte-americanos operavam com exigências mais rigorosas da capital próprio em razão do *Glass-Steagall Act*, o que prejudicava a potencialidade de competição com os demais bancos no mercado internacional.

Com efeito, além da adoção das regras de “Basiléia I” por países não signatários do BIS, houve também a extensão de aplicação das aludidas regras aos bancos domésticos também.⁵⁸⁰ Segundo Sidney Turczyn, isso foi facilitado porque a incorporação normativa das diretrizes regulatórias internacionais é bastante relevante para a credibilidade financeira de um país.⁵⁸¹

Vale frisar, quanto ao ponto, que a adesão do Banco Central do Brasil ao BIS somente ocorreu, formalmente, com a publicação do Decreto-Legislativo nº 15, de 1997⁵⁸², isto é, o Brasil é um exemplo de aplicação de “Basiléia I” no âmbito doméstico quando ainda não era país signatário do BIS e, evidentemente, não integrante do BCBS.

Em termos específicos, em um primeiro momento, o Brasil adotou algumas regras de “Basiléia I” somente quanto à relação entre capital regulatório e ativos ponderados pelo risco (Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.942, de 1992) e, posteriormente, integrou as diretrizes fundamentais de “Basiléia I” à ordem jurídica brasileira pela edição da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.099, de 1994.

Assim, com a edição de tal Resolução, foram efetuadas, principalmente, as seguintes alterações regulatórias relativas a instrumentos de supervisão e fiscalização bancária: (i) o aumento dos requisitos mínimos de exigência de capital e patrimônio líquido para o funcionamento das instituições financeiras; (ii) a modificação dos limites de alavancagem operacional, com a substituição do limite de endividamento vinculado ao aumento de operações ativas, ponderadas por risco; (iii) a ampliação da supervisão consolidada dos conglomerados financeiros, inclusive de subsidiárias e dependências no

⁵⁸⁰ CARVALHO, Fernando José Cardim de. *Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos de Basiléia*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 134.

⁵⁸¹ TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 124. Prossegue o aludido doutrinador com a defesa do entendimento de que tal atitude institucional de aderência, inclusive por parte do Brasil, às normas internacionais sobre regulação bancária, mostrou-se inevitável e indispensável em razão da globalização, pois a “*a atuação do órgão normativo e de fiscalização passa a ser condicionada pela necessidade de adoção de normas internacionalmente aceitas, o que ressalta o caráter cada vez mais técnico da ação desse órgão e seu distanciamento de pressões políticas*” (*Ibid.*, p. 124). Portanto, mesmo não sendo parte do BCBS, diversos países aderiram, voluntariamente, ao processo de padronização internacional da regulação financeira prudencial, a fim de “*dar mostras ao mercado financeiro internacional da firme intenção de participar dele adotando normas de consenso internacional*” (*Ibid.*, p. 233).

⁵⁸² Adicionalmente, é importante ressaltar que o Brasil somente passou a integrar o Comitê da Basiléia de Supervisão Bancária no âmbito do BIS, como membro efetivo, em 2009, embora tenha participado das discussões pretéritas na qualidade de convidado. No mesmo ano de 2009, o Brasil obteve a possibilidade de participação formal no Comitê sobre Sistema Financeiro Global, no Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações e do Comitê de Mercados, conforme já frisado.

exterior;⁵⁸³ e, por fim, (iv) a adoção do percentual de 11% - mais conservador do que os 8% previstos em “Basiléia I” - para fins de limitação da alavancagem financeira.

Logo, de modo geral, de um desejo institucional inicial de criar regras destinadas ao estabelecimento das “regras do jogo” para a concorrência dos bancos que atuavam no âmbito do sistema financeiro internacional, foram definidas diretrizes que introduziram um novo paradigma de influência dos marcos normativos de regulação financeira prudencial para todos os países do mundo.⁵⁸⁴

A propósito, com o decorrer do tempo, em razão da credibilidade das diretrizes regulatórias do BCBS, sua observância passou a ser requisito essencial exigido pelos organismos financeiros internacionais para a aprovação de concessão de financiamentos internacionais, como, por exemplo, empréstimos efetuados pelo FMI e BIRD.

Logo, pode-se dizer que “Basiléia I” é considerado o marco fundamental de regulação prudencial internacional.

Importa ressaltar, em complementação, que a adesão às regras de “Basiléia I” não foi acidental. Conforme Fernando José Cardim de Carvalho, os modelos tradicionais de regulação, baseados exclusivamente na liquidez dos bancos, mostraram-se insuficientes e, por isso, o “o estabelecimento de coeficientes de capital, princípio central do acordo de 1988, parecia-se constituir-se numa alternativa capaz de resolver os piores problemas gerados pela estratégia anterior”.⁵⁸⁵

Pois bem. A evolução da regulação prudencial bancária internacional deu ensejo à Emenda ao acordo de “Basiléia I” em 1995. Tal emenda, por sua vez, tinha o propósito de: (i) aprimorar e corrigir algumas disparidades decorrentes da adoção dos métodos de mensuração de riscos até então estabelecidos, com a extensão da exigência de constituição de coeficientes de capital também para o risco de mercado; (ii) incluir operações com derivativos, mercados de futuros, opções e “swaps” no cálculo de exposição a riscos; e (iii) disciplinar o processo de escolha dos métodos sobre cálculos

⁵⁸³ A ideia de supervisão consolidada, adotada pelo Banco Central do Brasil, significa o intento de “incorporar nas atividades de supervisão a complexidade das instituições modernas traduzidas nas ações dos conglomerados financeiros” (CORAZZA, Gentil. *Os Dilemas da Supervisão Bancária*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 91).

⁵⁸⁴ A trajetória institucional do BCBS pode ser resumida da seguinte forma, *in verbis*: “Durante sua existência, o Comitê da Basiléia centrou esforços principalmente no trato de duas questões: a implementação de técnicas e mecanismos próprios para a supervisão das instituições bancárias e, sobretudo, dos conglomerados financeiros (com especial destaque para os conglomerados internacionais); e a adequação de capital das instituições financeiras, que se transformou em um dos mais importantes mecanismos de regulação prudencial” (YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 220).

⁵⁸⁵ CARVALHO, Fernando José Cardim de. *Op. Cit.*, p. 135.

de risco dos ativos pelas próprias instituições financeiras, embora sujeitos à aprovação do regulador prudencial.

Quanto a essa última medida, atendeu-se à demanda do sistema financeiro global por maior flexibilidade na fixação de métodos mais flexíveis de cálculo de adequação do capital regulatório dos bancos.⁵⁸⁶

Em caráter contínuo, no ano de 1997, houve a divulgação de um documento pioneiro sobre “os princípios fundamentais para uma supervisão bancária efetiva” ou os *Core Principles for Effective Banking Supervision*, com a publicação dos “25 princípios para uma supervisão bancária eficaz”.

Devido à subsistência das críticas do sistema financeiro internacional a respeito da rigidez e arbitrariedade da classificação de riscos própria da metodologia técnica de “Basiléia I”, editou-se “Basiléia II”. enquanto nova etapa regulatória cujo principal objetivo foi o de incluir, definitivamente, o risco de mercado como fator a ser considerado para mensuração de riscos, medido por “índices de exposição”, sem prejuízo de permitir maior flexibilidade no cálculo de adequação do capital regulatório.

As versões preliminar e final de “Basiléia II” foram publicadas em 2001 e 2004, respectivamente, com a divulgação, no Brasil, das diretrizes iniciais pelo Comunicado do Banco Central do Brasil de nº 12.746, de 2001.⁵⁸⁷

Atualmente, “Basiléia III” encontra-se em fase inicial de implementação, após uma versão antecedente intitulada “Basiléia II.5”,⁵⁸⁸ ambas elaboradas sob a influência da crise econômica mundial de 2008.

⁵⁸⁶ A principal crítica à “Basiléia I” era, portanto, a rigidez dos critérios de classificação dos ativos ponderados pelo risco, cf. SADDI, Jairo. *Crise e Regulação Bancária*. São Paulo: Textonovo, 2001, p. 112-113.

⁵⁸⁷ Os denominados “pilares” de “Basiléia II” são os seguintes: (i) a reformulação dos critérios de requerimento de capital mínimo, subsistente a necessidade de manutenção de capital regulatório ponderado pelos riscos dos ativos, mas agora abrangendo riscos de crédito, de mercado e operacional, segundo um modelo dual de determinação do risco de crédito, em que se pode escolher entre um modelo-padrão elaborado pela autoridade supervisora ou um modelo interno sujeito à aprovação do supervisor, com foco no controle de riscos de crédito, de mercado e operacional; (ii) a redefinição da supervisão da adequação do capital, em que a autoridade supervisora se torna responsável pela avaliação de métodos de mensuração de risco aplicados pelas instituições financeiras; e (iii) o fortalecimento da disciplina de mercado no monitoramento da adequação de capital.

⁵⁸⁸ “Basiléia II.5” consistiu em uma revisão feita em 2009 sobre “Basiléia II”, cuja preocupação central era, principalmente, aperfeiçoar a regulação sobre processos de securitização e modificar a metodologia para cálculo de riscos financeiros com fins de determinação do capital regulatório (Pilar 1), a revisão dos métodos de supervisão de adequação de capital (Pilar 2) e a criação de instrumentos para uma maior transparência financeira (Pilar 3), com pretensões de integral implementação até o final de 2011. O documento representativo dessa etapa dos “Acordos de Basiléia” é o seguinte: *Revisions to the Basel II market risk framework and Enhancements to the Basel II framework*.

No Brasil, o processo preliminar de fixação das diretrizes domésticas de “Basiléia III” foi publicizado por intermédio do Comunicado do Banco Central do Brasil nº 20.615, de 2011, segundo o compromisso assumido pelos países membros do G-20, expresso no comunicado divulgado ao final do encontro de Cúpula de Seul.⁵⁸⁹

Em síntese, as medidas de aprimoramento de regras prudenciais de “Basiléia III” direcionam-se, sobretudo, para o reforço substancial da base da capital regulatório exigível dos bancos e requerimentos mínimos de liquidez, sem prejuízo de medidas no nível macroeconômico para instituições financeiras sistemicamente importantes.

Em outras palavras, “Basiléia III”, publicada em dezembro de 2011, com previsão de execução no período compreendido entre 2013 e 2019, procura moldar um sistema financeiro global capaz de reduzir riscos sistêmicos a partir de imposições regulatórias mais intensas a respeito da qualidade, quantidade e liquidez dos ativos integrantes do capital regulatório exigível dos bancos, segundo um processo gradual e monitorado que passa por vários estágios sequenciais de implementação das novas exigências regulatórias.

Suas principais diretrizes estão contidas nos seguintes documentos: (i) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*; (ii) *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*; e (iii) *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*⁵⁹⁰, além da revisão dos *Core Principles for Effective Banking Supervision*, em 2012, agora enumerados em 29 princípios para uma regulação prudencial bancária eficaz.

Além disso, é importante frisar que o BCBS monitora o cumprimento dos “Acordos de Basiléia” por intermédio de relatórios trimestrais em relação aos países que integram o comitê, que trazem informações sobre o nível concreto de aplicação das diretrizes internacionais de regulação prudencial bancária pelas autoridades reguladoras nacionais (Basiléia II, II.5 e III), com a finalidade de acompanhamento, em parceria com o FSB, para fins de apresentação dos resultados ao G-20.

⁵⁸⁹ A cúpula de Seul ocorreu nos dias 11 e 12 de novembro de 2010, na cidade de Seul, com reunião dos países que integram o G-20.

⁵⁹⁰ Disponíveis em: http://www.bis.org/list/bcbs/tid_132/index.htm. Acesso em 01.03.2013.

A título ilustrativo, segundo o último relatório de acompanhamento, o Brasil cumpriu as exigências de Basiléia II e II.5 (Nível 4) e segue seu processo de aplicação das recomendações de Basiléia III (Nível 2).⁵⁹¹

Esses relatórios seguem uma estruturação analítica em três níveis. O Nível 1 mede a adesão tempestiva das etapas dos “Acordos de Basiléia”, segundo o cronograma e prazos preestabelecidos. Por seu turno, o Nível 2 consiste na avaliação constante, através de uma equipe de especialistas, sobre a adequação e consistência regulatória das medidas adotadas pelos países, principalmente quanto ao atendimento dos requerimentos mínimos de capital e liquidez. O Nível 3 se destina a apurar a qualidade dos resultados atingidos, com foco na adequada mensuração dos riscos dos ativos dos bancos (*risk-weighted assets*), com vistas a assegurar que a regulação prudencial bancária estabelecida no âmbito doméstico está alinhada aos objetivos regulatórios globais dos Acordos. Por fim, o Nível 4 significa a término bem sucedido da etapa do processo regulatório.

Pois bem, as principais medidas de “Basiléia III” são as seguintes: (i) a ampliação da qualidade do capital regulatório dos bancos, que será medido por uma nova metodologia de ativos ponderados pelo risco (APR) no cálculo do Patrimônio de Referência (PR), mais exigente quanto à composição dos ativos, com previsão de conclusão de aplicação até 2015; (ii) a elevação dos requerimentos mínimos de capital, a ser implementado entre 2016 a 2019;⁵⁹² e (iii) a instituição de “colchões de liquidez”, ao pretender mensurar a capacidade de absorção de choques financeiras de curto prazo pelos bancos mediante o uso do índice de liquidez de curto prazo (*liquidity coverage ratio - LCR*) e de longo prazo (*net stable funding ratio - NSFR*).⁵⁹³

⁵⁹¹ As informações estão disponíveis no seguinte endereço: <http://www.bis.org/publ/bcbs215.htm>. Acesso em 01.03.2013.

⁵⁹² Tal elevação de requerimentos mínimos de capital será feita da seguinte forma: (i) o *common equity Tier 1* será aumentado de 2% para 4,5%, (ii) além da criação de um *additional Tier 1* representativo de dois colchões ou *buffers* de capital (Adicional de Capital Principal no Brasil), sendo um (ii.1) o colchão de conservação de capital de 2,5% e o outro (ii.2) o colchão anticíclico de capital, a ser constituído em períodos de expansão mais acentuada de crédito, que variará entre 0% a 2,5%. Isto é, o Índice de Basiléia, estipulado, tradicionalmente, em 8%, com o *common equity Tier 1* no patamar de 2%, será modificado para um percentual entre 10,5% (8% + 2,5%) a 13% (8% + 2,5% + 2,5%), em que o *common equity Tier 1* atinge 7% (4,5% de principal e 2,5% de adicional), sem prejuízo de maiores exigências de capital regulatório para instituições financeiras sistemicamente importantes (*SIFIs*), o que ainda está em discussão no âmbito internacional. Não há, a propósito, nenhuma instituição financeira brasileira que seja considerada *SIFI* em nível global.

⁵⁹³ SOBREIRA, Rogério; SILVA, Tarcisio Gouveia de. *Basiléia III: Longe de uma panacéia*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). Sistema financeiro e política econômica em uma era de

No Brasil, após submissão prévia do conteúdo normativo, nos termos do Edital de Audiência Pública nº 40 do Banco Central do Brasil, de 2012, foram editadas quatro Resoluções do Conselho Monetário Nacional e quinze Circulares do Banco Central do Brasil⁵⁹⁴ para tratar da regulação relativa à “Basileia III”.

Maiores detalhes técnicos de “Basileia III” podem ser acessados no documento “Perguntas e Respostas sobre a Implantação de Basileia III no Brasil”.⁵⁹⁵

A nova estrutura de capital tem previsão de iniciar em outubro de 2013 e segue o cronograma internacional acordado até a conclusão do processo em janeiro de 2022. A partir de 2014, as instituições financeiras deverão utilizar o “Balancete Patrimonial Analítico – Conglomerado Prudencial”, como forma de apuração do Patrimônio de Referência (PR) e dos novos requerimentos mínimos de capital exigíveis.⁵⁹⁶

Em termos de prognósticos, há estudos do Banco Central do Brasil que trazem uma perspectiva favorável no sentido de que o sistema financeiro como um todo manterá capital superior aos valores exigidos pela nova estrutura de “Basileia III”, de modo que as necessidades de capital principal adicional serão cumpridas com facilidade

instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 101.

⁵⁹⁴ As quatro resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) são as seguintes: (i) Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.192, de 1º de março de 2013, que dispõe sobre uma nova metodologia de apuração do capital ou Patrimônio de Referência (PR) de instituições financeiras, que continuará a ser dividido nos níveis I e II; (ii) Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.193, de 1º de março de 2013, que trata de nova metodologia de apuração dos requerimentos mínimos de capital a serem mantidos sob a forma de Patrimônio de Referência (PR), de Nível I e de Capital Principal, com a introdução do Adicional de Capital Principal (*buffers* de conservação e anticíclico de capital); (iii) Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.194, de 1º de março de 2013, que estabelece a faculdade de cooperativas de crédito apurarem os requerimentos de capital de forma simplificada; e (iv) Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.195, de 1º de março de 2013, que trata da nova base de apuração consolidada do PR e dos requerimentos mínimos de capital para instituições integrantes de grupos financeiros, com a remessa agregada de informações através da elaboração de um “Balancete Patrimonial Analítico – Conglomerado Prudencial”. As circulares, editadas pelo Banco Central do Brasil em caráter complementar, referem-se aos procedimentos de apuração do montante dos ativos ponderados pelo risco (RWA), sendo: (i) duas circulares relativas à apuração do requerimento de capital para risco de crédito nas abordagens interna e padronizada; (ii) duas circulares relativas à apuração do requerimento de capital para risco de crédito nas cooperativas de crédito optantes pelo RPS; (iii) duas circulares relativas à apuração do requerimento de capital para risco operacional nas abordagens interna e padronizada; e (iv) nove circulares relativas à apuração do requerimento de capital para risco de mercado nas abordagens interna e padronizada. Fonte: http://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/docs/perguntas_e_respostas_basileia_III.pdf. Acesso em 01.03.2013.

⁵⁹⁵ Disponível em: Fonte: http://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/docs/perguntas_e_respostas_basileia_III.pdf. Acesso em 01.03.2013.

⁵⁹⁶ Fonte: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/banco-central-implanta-recomendacoes-de-basileia-iii-1-3-2013.aspx>. Acesso em 01.03.2013.

nos próximos anos, com alguns bancos sujeitos a eventuais capitalizações a partir de 2017, mas o valor de tais capitalizações não seria sistemicamente significativo.⁵⁹⁷

Por fim, segundo o Banco Central do Brasil, o impacto de Basileia III sobre a oferta de crédito no país será neutro.⁵⁹⁸

2.3.1.2 Comitê de Sistema Financeiro Global (CGFS).

A função principal do Comitê de Sistema Financeiro Global ou *Committee on the Global Financial System (CGFS)* é monitorar e identificar fontes potenciais de cenários de estresse sistêmico nos mercados financeiros globais, com a intenção de promoção de aperfeiçoamentos nos mecanismos internacionais de mercado, em prol da estabilidade financeira sistêmica. O *CGFS* é composto por 31 Bancos Centrais, com reuniões periódicas regulares.

Em termos mais específicos, o comitê se presta a diagnosticar se políticas monetárias e fiscais podem gerar mudanças sistêmicas significativas no funcionamento do mercado financeiro global. As atividades do *CGFS* são executadas em parceria, especialmente, com o *BCBS* e o *CPSS*.

As publicações recentes mais importantes desse comitê focam em aspectos macroeconômicos no âmbito do sistema financeiro global, a seguir citadas: (i) *Capital flows and emerging market economies*, de 2009; (ii) *The role of valuation and leverage in procyclicality*, de 2009; (iii) *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, de 2009; (iv) *The functioning and resilience of cross-border funding markets*, de 2010; (v) *Macprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, de 2010; (vi) *Funding patterns and liquidity management of internationally active banks*, de 2010; (vii) *Research on global financial stability: the use of BIS international financial statistics*, de 2010; (viii) *Long-term issues in international banking*, de 2010; e (ix) *Interactions of sovereign debt management with monetary conditions and financial stability*, de 2011.⁵⁹⁹

⁵⁹⁷ Fonte: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/banco-central-implanta-recomendacoes-de-basileia-iii-1-3-2013.aspx>. Acesso em 01.03.2013.

⁵⁹⁸ Fonte: http://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/docs/perguntas_e_respostas_basileia_III.pdf. Acesso em 01.03.2013.

⁵⁹⁹ Fonte: <http://www.bis.org/about/factcgfs.htm>. Acesso em 16.02.2013.

2.3.1.3 Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações (CPSS).

O Comitê de Sistemas de Pagamentos e Compensações ou *Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)*, composto, originariamente, pelos Presidentes dos Bancos Centrais do G-10, teve sua composição ampliada para incluir novos membros face à importância atual do G-20.

Seu principal foco de atuação é o fortalecimento das infraestruturas dos mercados financeiros (*FMI*s) domésticos e internacionais, mediante o desenho de sistemas seguros e transparentes de pagamentos, compensações e liquidações de operações financeiras, a fim de evitar riscos sistêmicos, o que é feito, sobretudo, em parceria com a IOSCO.

Ademais, o CPSS tem se estabelecido como principal ambiente deliberativo cooperativo para a construção de padrões regulatórios voltados ao aperfeiçoamento das infraestruturas de sistema de pagamentos (*FMI*s), monitoramento e análise da segurança e transparência dos sistemas de pagamentos.

Tal propósito inclui avaliações periódicas sobre: (i) contrapartes centrais; (ii) sistemas de transferência financeira de fundos; (iii) sistemas de liquidação de ações e valores mobiliários; (iv) sistemas de câmbio; (v) sistemas de negociação de derivativos, em bolsa ou mercado de balcão; e (vi) instrumentos de pagamentos de varejo ou “dinheiro eletrônico”.⁶⁰⁰

A propósito, além de diversos estudos temáticos,⁶⁰¹ o CPSS publica, anualmente, um “*Red Book*”,⁶⁰² no qual constam as avaliações específicas dos sistemas de pagamento, compensação e liquidação de operações financeiras dos países que integram o comitê, sem prejuízo da análise de sistemas domésticos de pagamentos de outros países, o que consiste em documento informativo de extrema relevância para o monitoramento dos sistemas mundiais de pagamento.

⁶⁰⁰ São esses, basicamente, os objetivos institucionais do CPSS. Fonte: <http://www.bis.org/cpss/cpssinfo.pdf>. Acesso em 17.02.2013.

⁶⁰¹ As publicações encontram-se no seguinte sítio eletrônico: <http://www.bis.org/list/cpss/index.htm>. Acesso em 17.02.2013.

⁶⁰² O “*Red Book*” publicado em janeiro de 2013, referente ao ano-base de 2011 (CPSS – Red Book – 2011), está disponível em: <http://www.bis.org/publ/cpss107.pdf>. Acesso em 17.02.2013. A análise sobre o Brasil se encontra entre as páginas 55 a 102.

Em abril de 2012, o CPSS, em parceria com a IOSCO, divulgou a versão final de seu principal documento de recomendações internacionais sobre sistemas de pagamentos: *Principles for financial market infrastructures (PFMIs)*.⁶⁰³

Tal documento, após ser submetido à ampla consulta pública internacional em 2011, contém as diretrizes regulatórias internacionais mais relevantes sobre sistemas financeiros de pagamento, compensação e liquidação, bem como a criação de padrões regulatórios para contrapartes centrais, segundo o objetivo de fortalecimento das infraestruturas de sistemas de pagamentos no mercado financeiro global, a fim de absorver choques nos mercados e evitar riscos sistêmicos, com o compromisso dos países integrantes do CPSS em adotar as diretrizes o quanto antes, preferencialmente até o final de 2012.

Sem embargo, ao publicar a versão final do documento de princípios para infraestruturas de sistemas de pagamentos (*PFMIs*), o CPSS e a IOSCO publicaram documentos para consulta pública internacional quanto à metodologia de monitoramento e avaliação, assim como o modo adequado de divulgação pública dos diagnósticos sobre o alinhamento regulatório dos sistemas de pagamentos aos *PFMIs*, que resultou na versão final de um documento de consolidação re recomendações, publicado no final de 2012, qual seja: *Principles for financial market infrastructures: disclosure framework and assessment methodology*.⁶⁰⁴

2.3.1.4 Comitê de Mercados.

O Comitê de Mercados (*Markets Committee*) tem por objetivo o monitoramento das tendências de curto prazo dos mercados financeiros, a fim de viabilizar a troca de informações sobre os mercados para uma melhor execução da política monetária pelos

⁶⁰³ O “*PFMIs*” substituiu a padronização regulatória internacional quanto a sistemas de pagamentos anteriormente disposta em três documentos: (i) *Core principles for systemically important payment systems* (CPSS, de 2001), *Recommendations for securities settlement systems* (CPSS e IOSCO, de 2001) e *Recommendations for central counterparties* (CPSS e IOSCO, de 2004).

⁶⁰⁴ Fonte: <http://www.bis.org/publ/cpss106.htm>. Acesso em 17.02.2013.

Bancos Centrais. Atualmente, é integrado por 21 Bancos Centrais,⁶⁰⁵ com encontros periódicos regulares.

O *Markets Committee* produziu alguns trabalhos importantes, focados no diagnóstico sobre a execução da política monetária dos países integrantes do comitê e taxas internacionais de juros, com destaque para os seguintes: (i) *Monetary policy frameworks and central bank market operations (updated version)*, de 2009; (ii) *The functioning and resilience of cross-border funding markets*, de 2010; e (iii) *High-frequency trading in the foreign exchange market*, de 2011.⁶⁰⁶

2.3.1.5 Fórum de Governança de Bancos Centrais (CBGF).

O Fórum de Governança de Bancos Centrais ou *Central Bank Governance Forum (CBGF)* é um comitê voltado a discutir questões de desenho institucional e de governança dos Bancos Centrais, sendo constituído por alguns Presidentes de Bancos Centrais, mas conectado a uma *Central Bank Governance Network*, que consistem em uma rede informal de Bancos Centrais (47 Bancos Centrais no total).

Tendo em vista diversas demandas de Bancos Centrais dirigidas ao BIS com propósitos de receber informações sobre a estrutura e a governança de outros Bancos Centrais, a *Central Bank Governance Network* é meio eficiente de facilitar a obtenção do acesso a tais informações.

Em contrapartida, viabiliza-se que o monitoramento dos tipos recebidos de demanda por informações permita um diagnóstico sobre a identificação de problemas de governança dos Bancos Centrais do mundo, bem como o estabelecimento de prioridades institucionais de governança desejáveis de todos os Bancos Centrais.⁶⁰⁷

O comitê publicou dois trabalhos extensos importantes sobre governança de alguns Bancos Centrais importantes, quais sejam: (i) *Issues in the Governance of*

⁶⁰⁵ Integram o comitê os seguintes países: Alemanha, Austrália, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Cingapura, Espanha, França, Hong Kong, Índia, Itália, Japão, Coreia do Sul, México, Holanda, Suécia, Suíça, Inglaterra, além de representante do Banco Central Europeu e do Federal Reserve Bank de Nova Iorque.

⁶⁰⁶ Fonte: <http://www.bis.org/about/factmktc.htm>. Acesso em 16.02.2013.

⁶⁰⁷ Fonte: <http://www.bis.org/hub/cbgf.htm>. Acesso em 16.02.2013.

Central Banks, de 2009,⁶⁰⁸ e (ii) *Central bank governance and financial stability*, de 2011.⁶⁰⁹

Nesses trabalhos foram enfatizadas questões relacionadas ao desenho institucional adequado de um Banco Central, a saber: (i) estrutura legal, autonomia operacional, governança e *accountability* institucional; (ii) definição clara de funções institucionais; (iii) governança e forma de deliberação sobre a execução da política monetária e definição da taxa de juros básica da economia; (iv) aspectos de estabilidade financeira e definição de responsabilidades pela regulação financeira sistêmica; (v) transparência de balanços contábeis e gestão de reservas por Bancos Centrais; (vi) estrutura organizacional; (vii) recursos humanos e (viii) gestão de meio circulante e práticas de segurança.⁶¹⁰

2.3.1.6 Comitê Irving Fisher de Estatísticas de Bancos Centrais (IFC).

O Comitê Irving Fisher de Estatísticas de Bancos Centrais ou *Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC)* é um comitê destinado ao compartilhamento de técnicas estatísticas, próprias de sistemas financeiros, com caráter multidisciplinar, associado ao *International Statistical Institute (ISI)*.

Integram o IFC: (i) os membros institucionais; (ii) membros institucionais associados; (iii) pessoas associadas (especialistas estatísticos do setor público e privado, além de acadêmicos e membros do ISI, escolhidos segundo critérios internos); e (iv) membros honorários eleitos pelo IFC.

Seu objetivo é promover o compartilhamento de técnicas, a troca de experiências e informações estatísticas. As discussões travadas no comitê têm a pretensão de estimular e gerar boletins informativos (*IFC Bulletins*), sem vinculação institucional quanto ao conteúdo, ou estudos temáticos (*IFC Working Papers*), também sem vinculação institucional.⁶¹¹

⁶⁰⁸ Disponível em: <http://www.bis.org/publ/othp04.pdf>. Acesso em 16.02.2013.

⁶⁰⁹ Disponível em: <http://www.bis.org/publ/othp14.pdf>. Acesso em 16.02.2013.

⁶¹⁰ Fonte: <http://www.bis.org/hub/cbgrf.htm>. Acesso em 16.02.2013.

⁶¹¹ Fonte: <http://www.bis.org/ifc/factsheet.htm>. Acesso em 16.02.2013.

2.3.2 Fundo Monetário Internacional.

A instituição do Fundo Monetário Internacional (FMI) ou *International Monetary Fund – IMF*, enquanto organismo internacional de coordenação do sistema monetário internacional, consistiu em ideia concebida no contexto da Conferência de *Bretton Woods* em 1944, na qual, a propósito, consagrou-se o padrão ouro-dólar como medida de conversão cambial mundial.

Efetivamente criado em 1945, diante da adesão formal de 29 países ao seu Convênio Constitutivo, incluindo o Brasil,⁶¹² sua atuação foi iniciada em 1947.⁶¹³

Em linhas gerais, os objetivos do FMI são: (i) promover a cooperação monetária internacional e definir prioridades de políticas públicas, baseadas em pesquisas, dados estatísticos e análises econômicas sobre o sistema financeiro global; (ii) facilitar a expansão do comércio internacional de países; (iii) prezar pela estabilidade cambial e estimular iniciativas em prol de um sistema seguro multilateral de pagamentos; (iv) dar suporte financeiro, inclusive empréstimos externos, a países com dificuldades econômicas, sobretudo para equilibrar balanços de pagamentos, bem como fornecer auxílio financeiro no combate à pobreza;⁶¹⁴ e (v) auxiliar os países nas iniciativas voltadas à estabilização macroeconômica de suas economias.

O Convênio Constitutivo do FMI passou por diversos processos de Emenda. Em 1969 (Primeira Emenda), foram criados os Direitos Especiais de Saque – DES (*SDR*, em inglês), com a finalidade de servir de padrão fiduciário (o DES seria uma espécie de “moeda do FMI”) aos ativos mantidos em reserva pelo Fundo.

Em 1976, com o fim da paridade ouro-dólar instituída em *Bretton Woods*, o FMI legitimou o novo regime flexível aplicado no mercado cambial internacional, além de abolir o preço oficial do ouro e reforçar a supervisão do FMI no mercado cambial global (Segunda Emenda). A Terceira Emenda, de 1992, por sua vez, resultou na instituição da pena de suspensão do direito de voto a países-membros inadimplentes perante o FMI.

Em 1996 (Quarta Emenda), alterou-se a disciplina dos DES, para modificar sua distribuição e permitir a participação de todos os países-membros no sistema de DES.

⁶¹² A adesão do Brasil ao FMI se deu a partir do Decreto-Lei nº 8.478, de 1945, com a promulgação do Decreto nº 21.177, de 1946.

⁶¹³ Detalhes da trajetória do FMI constam do seguinte endereço eletrônico: <http://www.imf.org/external/about/history.htm>. Acesso em 01.02.2013.

⁶¹⁴ O combate à pobreza é feito, sobretudo, em parceria com o “Grupo Banco Mundial”.

Em 2008, foi autorizada a possibilidade de o FMI fazer investimentos, a fim de ampliar fontes de recursos (Quinta Emenda) e, no mesmo ano, foi atualizada a representatividade dos países-membros no FMI (Sexta Emenda).

Hoje, o FMI é composto de 188 países e, embora seja uma organização internacional vinculada à Organização das Nações Unidas (ONU), possui estrutura própria. A representação no FMI é proporcional à participação institucional do país, que leva em conta importância relativa de cada um na economia global.

Sem embargo, o FMI atua em colaboração com: (i) o “Grupo Banco Mundial”; (ii) os bancos regionais de desenvolvimento; (iii) a Organização Mundial do Comércio; (iv) agências das Nações Unidas; e (v) com os demais organismos financeiros internacionais, incluindo o BCBS e a IAIS, com destaque para sua atuação como membro do FSB e sua proximidade com o G-20.

Embora não produza, diretamente, *soft law*, os diagnósticos e prognósticos econômicos do FMI produzem efeitos sistêmicos, haja vista a eficácia argumentativa e persuasiva de suas opiniões públicas.

Ademais, o FMI gerencia diversos programas e atividades voltadas a assegurar e estimular a estabilidade financeira ao longo do tempo, mormente a partir da constituição de grupos de trabalho para a elaboração de documentos públicos com diagnósticos e prognósticos sobre a economia e o sistema financeiro dos países (*Article IV consultations*),⁶¹⁵ regiões do mundo (*Regional economic outlook reports*) e do mundo como um todo (*World Economic Outlook reports, Global Financial Stability Report, o Fiscal Monitor, etc.*).⁶¹⁶

Não obstante diversos projetos e atividades, é importante destacar três programas institucionais, quais sejam: (i) o Programa de Avaliação do Setor Financeiro ou *Financial Sector Assessment Program (FSAP)*, de 1999, que consiste em uma avaliação dos sistemas financeiros domésticos dos países, notadamente para identificar possíveis focos de risco sistêmico, aferir o nível de desenvolvimento institucional das autoridades regulatórias financeiras e a observância sistêmica dos padrões

⁶¹⁵ As análises das economias dos países são conhecidas como "*Article IV consultations*", devido à sua previsão no artigo 4º do Acordo Constitutivo do FMI. Essa análise é feita por uma equipe multidisciplinar de especialistas do FMI que visitam o país, reunindo-se com representantes políticos, integrantes da Administração Pública e da sociedade civil, assim como acessam os dados financeiros nacionais para traçar um diagnóstico e prognóstico da economia nacional e sugerir aperfeiçoamentos institucionais em termos de políticas públicas de natureza financeira.

⁶¹⁶ Fonte: <http://www.imf.org/external/about/econsurv.htm>. Acesso em 01.03.2013.

internacionais gerais; (ii) os Relatórios sobre a Observância de Códigos e Padrões ou *Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSC)*, que atesta a adoção específica e segmentada dos padrões internacionais em 12 áreas próprias de sistemas financeiros; e (iii) o Padrão Especial de Disseminação de Dados ou *Special Data Dissemination Standards (SDDS)*, que mede a transparência e a qualidade das informações financeiras fornecidas pelas instituições responsáveis pela regulação financeira sistêmica.

No que diz respeito ao Brasil, foram divulgados, em 2012, três relatórios de grande relevância em termos de diagnósticos sobre a economia brasileira e a segurança do sistema financeiro nacional, com sugestões de aprimoramento institucional e aperfeiçoamento de estratégias regulatórias relativas à regulação financeira sistêmica.

Tratam-se dos seguintes documentos, a saber: (i) *Brazil: 2012 Article IV Consultation*,⁶¹⁷ (ii) *Brazil: Financial System Stability Assessment (FSAP)*,⁶¹⁸ de 2012; e (iii) *Brazil: Detailed Assessment of Observance of Basel Core Principles for Effective Banking Supervision*.⁶¹⁹

O diagnóstico feito sobre o Brasil no documento “*Brazil: 2012 Article IV Consultation*” destaca os seguintes aspectos da economia brasileira: (i) boas perspectivas de crescimento econômico para os anos 2013-14; (ii) condução adequada da política monetária, fiscal e cambial, com ressalvas a respeito da tendência verificada de afastamento da inflação oficial (IPCA) do centro da meta de 4,5% e a menção à pressão do setor de serviços na inflação brasileira; e (iii) uma estrutura sólida de sistema financeiro, com sinais claros de solvência e mecanismos eficientes de acesso à liquidez, atrelado à aderência nacional às diretrizes regulatórias internacionais do *BCBS*, conforme atestado pelo *FSAP* de 2012.

Há ressalvas específicas no documento, com destaque para desafios ao desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, assim como a necessidade de monitoramento dos riscos de crédito das famílias, que se expandiram nos últimos anos.

Nesse mesmo documento, são enfatizadas outras questões importantes à economia brasileira, quais sejam: (i) investimentos em infraestrutura e expansão das

⁶¹⁷ O *Brazil: 2012 Article IV Consultation* está disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/r12191.pdf>. Acesso em 02.03.2013.

⁶¹⁸ O *FSAP* antecedente ocorreu em 2002. O *FSAP* de 2012 pode ser acessado no seguinte endereço eletrônico: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12206.pdf>. Acesso em 02.03.2013.

⁶¹⁹ O relatório está disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12207.pdf>. Acesso em 02.03.2013.

concessões são necessários para estimular a produtividade econômica do país; (ii) o incentivo à formação de poupança nacional para o financiamento dos investimentos é necessário para a manutenção do crescimento da demanda agregada da economia brasileira; (iii) a implantação de reformas institucionais na área tributária e de seguridade social devem ser implementadas para estimular investimentos; (iv) deve-se pensar no aperfeiçoamento orçamentário no Brasil, tendo em vista que a rigidez orçamentária imposta por regras de vinculação estabelecidas na Constituição, em prol de alguns setores, pode estar distorcendo incentivos aos investimentos; (v) o nível de preços no Brasil, relativamente mais alto do que em países com o mesmo grau de desenvolvimento, deve ser motivo de preocupação pública e institucional; (vi) a abertura econômica brasileira é baixa em relação a outros países emergentes e a diversificação comercial permanece estável, o que pode explicar, em algum grau, menos investimentos; e (vii) a produção industrial no Brasil está estagnada desde o final de 2009, com queda relativa nos últimos dois anos.

Quanto ao “*Brazil: Financial System Stability Assessment (FSAP)*”, o diagnóstico básico é de consistência das políticas microeconômicas e macroeconômicas, com controle da dívida pública, além de uma regulação financeira prudencial adequada, instituída em conformidade com os padrões regulatórios internacionais, em um ambiente de sistema de pagamentos eficiente e seguro.

Em relação ao contexto pós-crise, o relatório destaca o uso adequado dos depósitos compulsórios e a instituição de um acordo cambial (*swap facility*) com o FED para resolver problemas de liquidez bancária, com ênfase na importância dos estímulos econômicos para o enfrentamento dos efeitos da crise, haja vista a atuação “quase fiscal” do BNDES e a expansão do crédito pelos bancos públicos.

No entanto, frisa-se que a expansão induzida de crédito, a valorização do preço dos imóveis e o endividamento das famílias devem ser monitorados, o que só não é grave, no caso do Brasil, em razão da ainda razoável relação entre crédito e Produto Interno Bruto (aproximadamente, 50%).

Quanto ao ponto, há preocupações de estabilidade monetária brasileira, pois o país mantém um grande legado ou estoque sistêmico de contratos financeiros de curto prazo, indexados a diversos índices de inflação.

Sem embargo, em linhas gerais, há sugestões de reformas institucionais para: (i) o fortalecimento do mercado de capitais, notadamente incentivos aos fundos de investimento creditório (FIDCs), assim como a priorização institucional do BNDES em

linhas de crédito (preferencialmente por cofinanciamento) para projetos financeiros de longo prazo; (ii) a reestruturação da regulação sobre seguros e fundos de pensão, eis que a SUSEP e a PREVIC não têm a mesma proteção institucional conferida à CVM, a fim de dar autonomia operacional e proteção legal aos supervisores desses segmentos financeiros, além da necessidade específica de incentivo à autorregulação no mercado de seguros e a adoção de mecanismos de supervisão consolidada nesse setor; (iii) a reformulação do Fundo Garantidor de Créditos - FGC, com o objetivo de consolidá-lo como instrumento institucional mais efetivo de assistência à liquidez (*emergency liquidity assistance - ELA*) e resolução bancária em situações de insolvência de instituições bancárias ou crises sistêmicas, com priorização de soluções de mercado, sem prejuízo da necessidade de definição normativa clara de um plano de atuação institucional do FGC e das responsabilidades trabalhistas e tributárias em caso de resolução bancária; (iv) o aperfeiçoamento da regulação sobre riscos de crédito e monitoramento de preços dos imóveis, por área geográfica; (v) a instituição de um órgão específico para monitorar risco sistêmico e coordenar a gestão de crises, eis que, a despeito da instituição de comitês e a celebração de diversos convênios de cooperação entre autoridades reguladoras financeiras, por ausência de um regulador sistêmico expressamente escolhido, o Banco Central do Brasil assumiu, *de fato*, tal função; (vi) a necessidade de fortalecimento da proteção legal aos órgãos e entes reguladores do sistema financeiro, inclusive servidores públicos, diretores e interventores de instituições financeiras, com sugestões de mandatos, com prazo certo, a Diretores e Presidente do Banco Central do Brasil; (vii) a segregação da função de regulação financeira prudencial ao Banco Central do Brasil, com o afastamento do Conselho Monetário Nacional em relação à matéria; e (viii) a instituição de um órgão especializado na proteção do consumidor financeiro.

Em termos estruturais, o relatório aponta que: (i) o sistema financeiro nacional cresceu em tamanho, diversificação e sofisticação, dobrando os seus ativos em dez anos; (ii) o ambiente de estabilidade macroeconômica gerou um forte movimento de inclusão financeira; (iii) os mercados de securitização e derivativos evoluíram; (iv) o setor bancário brasileiro é integrado, majoritariamente, por bancos domésticos,⁶²⁰ com

⁶²⁰ Os bancos estrangeiros têm participação aproximada de 18% no setor bancário, com destaque para o Santander (8%) e o HSBC (3%). Tal percentual de participação é baixo em relação aos demais países da América Latina, segundo o *FSAP de 2012*.

participação significativa de bancos públicos,⁶²¹ o que não compromete a eficácia da regulação prudencial porque os bancos públicos estão sujeitos às mesmas normas dos bancos privados, além do alto índice de conglomerados financeiros (aproximadamente, 75% do setor); (v) os segmentos do sistema financeiro brasileiro apresentam bom retorno sobre o capital investido e são pouco expostos a riscos externos; e (vi) há uma presença grande de investidores internacionais no mercado de capitais.

Por fim, deve-se mencionar o relatório “*Brazil: Detailed Assessment of Observance of Basel Core Principles for Effective Banking Supervision*”, no qual são feitos comentários técnicos sobre a adequação das Resoluções do Conselho Monetário Nacional e das Circulares do Banco Central do Brasil às diretrizes regulatórias internacionais do BCBS, com elogios e sugestões tópicas de aprimoramento regulatório.

2.3.3 G-20.

O G-20 (*Group of Twenty*) é o organismo institucional formado para se tornar a grande instância política deliberativa sobre os assuntos mais importantes do sistema financeiro internacional com propósitos de coordenação política para a obtenção da estabilidade financeira global e crescimento sustentável e desenvolvimento de uma regulação financeira capaz de reduzir riscos sistêmicos e prevenir crises financeiras, além de modernizar a estrutura regulatória financeira internacional.⁶²²

Criado em 1999 no contexto das crises financeiras ocorridas no final da década de 1990, o G-20 agrega os Ministros de Fazenda e Presidentes de Bancos Centrais dos seguintes países: África do Sul, Alemanha, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos da América, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia, além da União Europeia, com a participação, nas reuniões, de representantes do FMI e do Banco Mundial.

As decisões econômicas mais estratégicas para o sistema financeiro global são tomadas, atualmente, no âmbito do G-20, onde, também, estão sediados grupos de trabalho para o estudo do sistema financeiro global, com destaque, hoje, para os grupos

⁶²¹ Enuncia o *FSAP de 2012* que os bancos públicos têm *market share* aproximado de 43% do setor bancário brasileiro.

⁶²² Fonte: http://www.g20.org/docs/about/about_G20.html. Acesso em 16.02.2013.

de “Arquitetura Financeira Internacional” (IFA) e “Arcabouço para o Crescimento Forte, Sustentável e Equilibrado” (FWG), com participação do Brasil em ambos⁶²³.

2.3.4 Conselho de Estabilidade Financeira (FSB).

O Conselho de Estabilidade Financeira ou *Financial Stability Board (FSB)* foi instituído em 2009⁶²⁴ para substituir o *Financial Stability Forum – FSF* (originariamente atrelado ao G-7 e, posteriormente, ao G-10), devido à ampliação do número de membros do fórum para atender à demanda política pela ampliação da composição institucional através do G-20, que é, hoje, o principal destinatário da atuação institucional do FSB.

O objetivo do FSB é servir de fórum internacional para deliberações acerca de estratégias regulatórias cooperativas por países e organismos internacionais em prol da transparência regulatória e estabilidade financeira internacional, com o monitoramento dos riscos financeiros globais, a troca de informações entre autoridades financeiras e a definição de diretrizes e padrões internacionais de regulação financeira sistêmica.⁶²⁵

Nesse sentido, para a concretização desses objetivos, os integrantes do FSB, com o propósito de dar credibilidade ao fórum, aderiram ao compromisso institucional de se submeter a avaliações internacionais periódicas por organismos financeiros internacionais (*peer-reviews*),⁶²⁶ a fim de demonstrar que estão cumprindo as diretrizes internacionais de regulação financeira sistêmica, ou seja, que as estruturas e estratégias

⁶²³ Informação constante do Relatório de Administração do Banco Central do Brasil de 2012, na página 69. Fonte: http://www.bcb.gov.br/Pre/Surel/RelAdmBC/2012/pdf/bcb_relatorio_da_administracao_2012.pdf. Acesso em 03.04.2013.

⁶²⁴ Importante mencionar o seguinte comentário sobre a criação do FSB, *in verbis*: “A Cimeira de Londres do G20, realizada em Abril de 2009, permitiu avançar no fomento da cooperação internacional no domínio da regulação do sistema financeiro, através da criação do Conselho de Estabilidade Financeira (FSB) que tem como missão emitir alertas (*Early Warning Exercises*). Nessa mesma Cimeira foi definido um plano global de actuação para o sistema financeiro que visa reformar os sistemas de regulação por forma a identificar os riscos macroprudenciais; estender a regulação e a supervisão a todas as instituições financeiras, instrumentos e mercados relevantes; prevenir a excessiva ‘alavancagem’ do sistema financeiro; tomar medidas contra jurisdições não cooperantes (paraísos fiscais); regular as agências de *rating* e definir, a médio e longo prazo, um conjunto único de regras contabilísticas globais” (MARTINS, Guilherme Waldemar d’Oliveira; RODRIGUES, Nuno Cunha. *Sobre o Financiamento das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro em Portugal*. In: MARTÍNEZ, Aurilivi Linares; SADDY, André (coord.). *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 208).

⁶²⁵ Fonte: <http://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm>. Acesso em 16.02.2013.

⁶²⁶ O FSB aderiu à programação de submissão dos integrantes a *peer-reviews* em 2010. Fonte: http://www.financialstabilityboard.org/activities/peer_reviews.htm. Acesso em 16.02.2013.

regulatórias financeiras nacionais estão compatíveis com as diretrizes internacionais de regulação financeira sistêmica, o que já é feito, a título ilustrativo, pela avaliação internacional no âmbito do *IMF-World Bank Financial Sector Assessment Program (FSAP)*, anteriormente mencionado.

No âmbito do FSB, encontra-se em estágio inicial de implantação um projeto institucional de adoção de um padrão uniforme de identificação dos participantes do mercado financeiro ao redor do mundo, denominado *Legal Entity Identifier – LEI*, cujo propósito básico é facilitar avaliações de riscos de contraparte e diminuir custos operacionais.

A estrutura institucional do *LEI* seria composta de um Comitê de Supervisão Regulatória (*Regulatory Oversight Committee - ROC*), uma Unidade Operacional Central (*Central Operating Unit - COU*) e unidades operacionais locais (*Local Operating Units - LOU*).⁶²⁷

Não obstante, além de diversas publicações técnicas específicas sobre diversos temas relativos à regulação financeira sistêmica,⁶²⁸ o FSB publica, periodicamente, um documento de monitoramento voltado à avaliação dos progressos mundiais de execução de recomendações feitas até então para o fortalecimento da segurança e eficiência do sistema financeiro global,⁶²⁹ que é apresentado nos encontros do G-20.

Basicamente, os temas tratados são os seguintes: (i) o progresso dos países na implementação das diretrizes regulatórias prudenciais do *BCBS* (Basiléia II, II.5 e III); (ii) a aplicação de padrões de monitoramento prudencial das instituições financeiras sistemicamente importantes no âmbito doméstico (*SIFIs*) e global (*G-SIFIs ou G-SIBs*), com foco no monitoramento das estruturas de sistemas de pagamento, liquidação e compensação financeiras; (iii) o desenvolvimento institucional de instrumentos de gestão de crises financeiras e resolução de instituições financeiras, com vistas ao saneamento adequado do sistema financeiro, principalmente em momentos de crise; (iv)

⁶²⁷ Publicações relacionadas ao *Legal Entity Identifier – LEI* estão disponíveis em: http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/tid_156/index.htm. Acesso em 01.03.2013.

⁶²⁸ A quantidade de publicações do FSB desde a sua criação é expressiva e se encontram disponíveis no seguinte sítio eletrônico: http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_publications/index.htm. Acesso em 16.02.2013.

⁶²⁹ Fonte: http://www.financialstabilityboard.org/activities/implementation_monitoring/mr_201206.htm. Acesso em 16.02.2013. O último documento de monitoramento sistêmico do FSB, de junho de 2012, foi preparado o encontro do G-20 em Los Cabos, no México, ocorrido no mesmo mês, e está disponível no seguinte sítio eletrônico: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_120619a.pdf. Acesso em 16.02.2013.

o desenvolvimento institucional de estratégias regulatórias para o *shadow banking system*; (v) o monitoramento regulatório dos instrumentos derivativos, sobretudo nos mercados de balcão (*over-the-counter – OTC*); e (vi) o fortalecimento da governança institucional e do grau de adesão a diretrizes regulatórias internacionais, dentre outros temas. O Brasil é representado no FSB pelo Ministro da Fazenda, Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil e Presidente da Comissão de Valores Mobiliários.

2.4 Parâmetros político-filosóficos para a definição de estratégias financeiras regulatórias sistêmicas em sociedades constitucionais democráticas: uma síntese conclusiva.

O projeto institucional de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo é ambicioso e, ao mesmo tempo, desafiador. Partindo-se da premissa racional de que a instabilidade social em sentido amplo é extremamente prejudicial às pessoas e instituições, tendo em vista os impactos negativos evidentes na segurança e na transparência dos processos de alocação e distribuição de recursos sociais subjacentes às relações econômicas firmadas entre agentes financeiros, não há dúvidas sobre a necessidade de que as instituições sociais devam ser concebidas e formatadas para assegurar, no longo prazo, o funcionamento razoavelmente equilibrado dos mercados.

Em outras palavras, o desenho político-institucional de um país afeta, diretamente, sua capacidade de assegurar a estabilidade financeira social.

Não obstante, embora tal assertiva pareça, aparentemente, óbvia, esse processo de concretização institucional em prol da estabilidade financeira no longo prazo pode enfrentar grandes obstáculos pelos mais diversos motivos.

A título ilustrativo, basta constatar que o Brasil, um país com tradição histórica evidente de instabilidade financeira, somente iniciou um processo institucional de estabilidade financeira no final da década de 1980, com sua consolidação efetiva no início da primeira década do século XXI, quase vinte anos depois.

Coincidentemente ou não, as reformas institucionais mencionadas acima ocorreram no Brasil em paralelo ao processo de redemocratização do país e do advento da Constituição brasileira de 1988, em que se inaugura um novo paradigma de decisão sobre questões políticas fundamentais, norteado pelos ideais democráticos e a pretensão de proteção, no maior grau possível, de direitos e liberdades fundamentais, além da garantia de oportunidades equitativas a todos os cidadãos.

Logo, o Brasil é uma sociedade democrática constitucional com aspirações de justiça social, cujo principal desafio, no contexto de pluralidade e complexidade brasileira (ou o fato do pluralismo razoável de John Rawls), é construir instituições aptas a conduzir um processo político-institucional harmonioso de regulação da estrutura básica da sociedade a partir de padrões deliberativos de natureza cooperativa e inclusiva de todos os cidadãos livres e iguais, com razões universalizáveis - leia-se, razões públicas -, a fim de gerar resultados razoáveis, conforme o critério da reciprocidade.

Nesse sentido, deve-se almejar uma concepção política razoável de justiça, autossustentável e aplicável ao desenho das instituições, devidamente amparada por razões públicas, capaz de catalisar, de forma imparcial, para dar conteúdo à razão prática, consensos sobrepostos entre adeptos de doutrinas abrangentes razoáveis existentes na sociedade para se atingir os objetivos cooperativos de estabilidade financeira de longo prazo. Daí a escolha da filosofia política do John Rawls no presente trabalho, que vai ao encontro dos principais fundamentos e objetivos constantes da Constituição brasileira de 1988.

Conforme já frisado, o ideal de razão pública deve ser buscado, para ter aplicabilidade enquanto padrão argumentativo imparcial, sem apelo a conceitos abstratos de verdade ou valores morais genéricos, com destaque para a importância do contexto decisório e da análise consequencialista do desempenho das instituições para os objetivos regulatórios pretendidos, valendo-se de evidências empíricas e científicas de investigação incontroversas ou amplamente majoritárias (ideia de razão prática).

À evidência, a lógica dessa concepção está centrada na ideia de democracia deliberativa, através da qual a discussão pública sobre questões políticas fundamentais, que, além de envolver aspectos procedimentais e substantivos, destina-se à avaliação constante das instituições e procedimentos políticos, bem como das consequências do desenho institucional estabelecido para alcançar os objetivos regulatórios pretendidos, o que só pode ser viabilizado a partir de instrumentos de transparência informacional e prestação pública de contas quanto aos resultados (*accountability*), em prol da melhora regulatória da estrutura básica da sociedade (*better regulation*).

Ademais, a democracia deliberativa não se cinge à lógica dos ciclos político-eleitorais.

Nesse sentido, a ideia de construtivismo político fundamenta a criação de instituições especializadas, voltadas à gestão dos processos econômicos sob os aspectos

alocativos e distributivos, cujo desenho pode descolar-se, em algum grau, dos processos políticos cíclicos ordinários de curto prazo, o que justifica iniciativas de blindagem dessas instituições, com propósitos de longo prazo, para preservar sua imparcialidade regulatória em prol da estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, diante da evidência de que a lógica política de curto prazo, no âmbito da regulação financeira sistêmica, pode distorcer processos econômicos, gerar crises financeiras e prejudicar objetivos regulatórios de longo prazo.

Adicionalmente, a propósito do desenho institucional para a gestão sustentável dos processos econômicos de alocação e distribuição de recursos sociais ao longo do tempo, enquanto questão de justiça básica, a ideia de construtivismo político pressupõe que a estrutura básica da sociedade é fechada, autossuficiente e se molda pela atuação política que ocorre no interior da sociedade entre doutrinas abrangentes razoáveis, pois assim se viabiliza a necessária coesão social a respeito dos propósitos regulatórios e se legitima a coercitividade das instituições.

Sendo assim, questões de justiça básica próprias da regulação financeira sistêmica devem ser estritamente tratadas em conformidade com as necessidades sociais internas, o que não impede boas influências internacionais também pautadas em razões públicas, desde que submetidas a processos internos de filtragem estabelecidos para o desenho das instituições, mediante avaliações públicas justificadas quanto à adequação das recomendações e diretrizes internacionais aos objetivos regulatórios do país.

Pois bem, no que diz respeito à estabilidade monetária como questão de justiça básica, é possível inferir que o fenômeno inflacionário é extremamente negativo à sociedade, pois distorce processos alocativos de formação de preços, prejudica a livre iniciativa econômica, desestimula projetos financeiros de longo prazo e prejudica, com mais intensidade, os economicamente menos favorecidos.

Assim, aplicado o critério da reciprocidade, próprio do ideal de razão pública e de uma concepção política razoável de justiça, é possível inferir a possibilidade de geração de um consenso sobreposto sobre a necessidade institucional de uma autoridade monetária com competências para definir, controlar e planejar, no longo prazo, a oferta monetária no país, sendo vedada a possibilidade de uso de instrumentos monetários para o financiamento do Estado, tal como ocorre no Brasil, nos termos da Constituição de 1988.

Além disso, tal tarefa deve se submeter ao dever de prestação pública de contas por meio de instrumentos públicos (*accountability*), no qual sejam estabelecidas e

acompanhadas metas preestabelecidas de inflação, que significam um compromisso institucional de longo prazo relativamente a todos os cidadãos livres e iguais em prol da estabilidade financeira, daí a justificativa para a blindagem institucional, em algum grau, de integrantes de autoridades regulatórias monetárias.⁶³⁰

Quanto à regulação financeira propriamente dita, também questão de justiça básica, o conteúdo da ideia de razão prática demanda o desenho claro de competências para uma adequada coordenação cooperativa regulatória de instituições no longo prazo, com atribuição de responsabilidades a entidades dotadas de autonomia funcional reforçada e *expertise* técnica para lidar com distorções financeiras alocativas e distributivas próprias dos mecanismos de formação de preços, sem prejuízo do uso de técnicas de imposição de restrições à assunção de riscos pelas instituições financeiras, além da proteção dos consumidores financeiros, tratados como livres e iguais, sem paternalismos excessivos.

Sendo assim, cogita-se a possibilidade de formação de um consenso sobreposto voltado à necessidade de concretizar o desenho institucional acima explicado, devidamente acompanhado pelo dever de mensuração, a partir de diagnósticos e prognósticos contidos em estudos públicos de impacto regulatório, dos custos e benefícios envolvidos em estratégias regulatórias bem como a qualidade dos resultados obtidos, a fim de apontar distorções causadas pela própria regulação aos mercados financeiros, com sujeição do procedimento regulatório à participação pública.

Sem embargo, os propósitos institucionais domésticos de regulação financeira sistêmica, atualmente, estão inseridos na realidade contemporânea do sistema financeiro global, no qual há diversas redes globais de governo institucionalmente destinadas à deliberação cooperativa sobre a definição de padrões regulatórios financeiros internacionais, o que gera uma tendência à harmonização para homogeneização da regulação financeira sistêmica.

Com efeito, esse processo internacional de desenho institucional regulatório se enquadra, de forma adequada, na proposta de extensão das ideias do *Liberalismo Político* de John Rawls ao plano internacional, no qual a razão pública pode ser aplicada, juntamente com o critério da reciprocidade, como padrão de verificação da adequação das diretrizes regulatórias internacionais ao objetivo primordial de cooperação para o progresso da regulação sobre o sistema financeiro global.

⁶³⁰ O grau de blindagem institucional será discutido no capítulo seguinte, quando for abordada a realidade brasileira.

Nesse sentido, observado o limite da “utopia realista” e as possibilidades políticas práticas de consenso internacional, pode-se afirmar, no que diz respeito à regulação financeira sistêmica, que as redes globais de governo têm aptidão para definir padrões comuns de estratégias regulatórias segundo deliberações cooperativas consensuais, haja vista a evidência de que questões pertinentes a estratégias regulatórias financeiras são igualmente relevantes a todos.

Ainda que a globalização econômica tenha ocorrido antes e seja muito mais intensa do que o projeto incipiente de globalização política, existe um espaço deliberativo interessante de cooperação regulatória entre os países, que está sendo preenchido pelas redes globais de governo, instituídas para estipular recomendações e definir, por instrumentos de *soft law*, propostas normativas de regulação para a coordenação uniformizada de esforços regulatórios eficientes a evitar crises sistêmicas.

Embora tais redes globais de governo estejam formalmente descoordenadas, diversas conexões informais foram estabelecidas entre elas ao longo do tempo, de modo que se pode verificar a ascensão de “redes de redes globais de governo”, notadamente os Comitês no âmbito do BIS, além da necessária menção ao FMI e aos recentemente criados FSB e G-20.

À evidência, os Estados ainda são protagonistas de suas políticas públicas no âmbito financeiro, mas estão sujeitos ao “paradoxo da globalização”, ou seja, a globalização financeira dos mercados e a ascensão de organismos financeiros internacionais fortes impõem uma relativa perda de soberania aos Estados, mas, ao mesmo tempo, isso provoca a adoção de posturas político-institucionais ativas de adaptação regulatória nacional à realidade contemporânea, o que vai ao encontro das tendências contemporâneas de formação de uma Administração Policêntrica do Estado, integradas por entidades reguladoras especializadas, com autonomia reforçada e funções normativas.

Diante todo o cenário acima narrado, há de se questionar sobre a existência de um Direito Administrativo Global. Controversa a questão, tendo em vista a fragilidade da fundamentação normativa formal das recomendações internacionais e instrumentos de *soft law*, eis que as Constituições não os contemplam como fontes normativas e, por isso, não são formalmente vinculantes, por outro lado, não se pode ignorar a fundamentação substancial forte decorrente da eficácia persuasiva e argumentativa das diretrizes regulatórias financeiras estabelecidas em organismos financeiros internacionais, de modo consensual e cooperativo, mormente aqueles integrados pelo

Brasil, sendo muitas delas incorporadas ao sistema jurídico brasileiro, por sinal, através de sua integração normativa por Resoluções do Conselho Monetário Nacional e Circulares do Banco Central do Brasil, por exemplo.

Posto isso, com fundamento na noção de juridicidade administrativa e na legitimidade técnica das autoridades reguladoras financeiras, é possível sustentar a tese de que as decisões regulatórias de não aplicação das recomendações e diretrizes produzidas nas redes financeiras globais de governo das quais o Brasil participa, conquanto tais decisões internacionais sejam insuscetíveis de impugnação formal, exigem motivação pública pelas autoridades reguladoras financeiras nacionais para que possam ser controladas.

E os fundamentos constitucionais de controle jurídico-político, com caráter informacional, se fundam, sobretudo, no princípio democrático e no princípio da motivação e da eficiência administrativa das decisões regulatórias, além da vinculação constitucional do Brasil aos projetos de cooperação internacional entre países, em prol do progresso mundial.

3 DESAFIOS DA REGULAÇÃO FINANCEIRA SISTÊMICA NO CONTEXTO DA GLOBALIZAÇÃO DOS MERCADOS: FUNDAMENTOS ESPECÍFICOS E PARÂMETROS INSTITUCIONAIS DE DESENHO REGULATÓRIO PARA O BRASIL.

As aspirações fundamentais próprias dos projetos políticos das sociedades constitucionais democráticas são ambiciosas. A Constituição brasileira de 1988, principal documento normativo produzido pela sociedade nacional, conquanto seja resultado de um intenso “constitucionalismo chapa branca”⁶³¹ em diversas passagens, é repleta de prescrições normativas universalizáveis, nas quais são estabelecidos diversos objetivos virtuosos e enunciados vários direitos a todos os cidadãos, com o propósito essencial de construção de uma sociedade livre e justa.

No entanto, intenções constitucionais prescritivas e esforços teóricos em prol da “maximização da eficácia dos direitos” diante da ampla agenda constitucional brasileira de direitos,⁶³² por si só, não bastam. É preciso conjugar as pretensões constitucionais com as possibilidades reais de financiamento econômico global equilibrado do projeto constitucional brasileiro pelo sistema financeiro.

⁶³¹ A expressão é de Carlos Ari Sunfeld, construída para confrontar a expressão “Constituição-cidadã”, com base na constatação de que vários assuntos foram estrategicamente postos, formalmente, na Constituição brasileira de 1988 sob pressão de fortes grupos e corporações sociais com interesses específicos, a fim de afastar tais assuntos do processo político ordinário, sendo certo que tais dispositivos normativos, formalmente constitucionais, não guardam relação forte com a organização do Estado e os direitos fundamentais. A tese é a seguinte, *in verbis*: “Minha tese é que a idealização em torno do caráter garantista da Constituição tem obscurecido o que é seu traço central: o haver instituído um constitucionalismo chapa branca, destinado a assegurar posições de poder a corporações e organismos estatais ou paraestatais. O conteúdo da Carta de 1988 é menos para proteger o cidadão frente ao Estado que para defender essas corporações e organismos contra as deliberações governamentais e legislativas. (...) Em suma, os cidadãos que tiveram a atenção primária da Constituição foram policiais, fiscais tributários, militares, juízes, membros do Ministério Público, advogados públicos, defensores, professores de universidades oficiais, profissionais de saúde pública, e assim por diante. Isso fez da Constituição uma Lei Maior de organização administrativa (que assegura, aos organismos e corporações estatais e paraestatais, proteção contra as reorganizações por meio de lei), de diretrizes orçamentárias (que garante verbas aos setores tais ou quais, por meio de repartições e vinculações de receita tributária, engessando as leis orçamentárias) e de vantagens de servidores públicos (vencimentos, previdência etc.)” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 56).

⁶³² A propósito da ideia de agenda constitucional, que é extensa haja vista nossa Constituição pátria, é importante frisar que ela tem a aptidão normativa para influenciar a agenda das instituições sociais e deve ser submetida a procedimentos inclusivos de democracia deliberativa para que prioridades sejam estabelecidas. Nesse sentido, as políticas públicas devem ser desenhadas segundo as necessidades sociais efetivas e não podem pretender regular, excessivamente, a vida em sociedade, cf. FONTE, Felipe de Melo. *Políticas públicas e direitos fundamentais*: elementos de fundamentação do controle jurisdicional de políticas públicas no estado democrático de direito. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 52.

Cabe à sociedade brasileira, segundo as bases do construtivismo político e com fundamento na Constituição brasileira vigente, decidir sobre os modelos institucionais de gestão adequada dos recursos sociais escassos, capazes de gerar resultados que se traduzam na efetiva expansão da capacidade das pessoas e na melhor qualidade de vida concreta de todos, com foco na preservação prioritária das liberdades e redução das desigualdades econômicas e sociais, conforme a perspectiva filosófica liberal-igualitária de justiça ora adotada, concomitantemente à manutenção essencial de um nível razoável de estabilidade financeira ao longo do tempo.

A despeito de vantagens próprias de Constituições analíticas,⁶³³ é preciso ter cuidado com as consequências do fato da enunciação constitucional ampla de direitos.

A tentativa de concretização simultânea das muitas pretensões constitucionais podem gerar riscos para a estabilidade financeira sistêmica, especialmente se considerados os ciclos político-eleitorais, pois a inadequação de um planejamento público sustentável: (i) dificulta o estabelecimento e a execução financeira de prioridades políticas, haja vista o extenso rol de direitos a efetivar; (ii) obscurece a percepção das reais intenções subjacentes à escolha por determinadas políticas públicas, eis que há vários interesses constitucionais passíveis de tutela, o que desfavorece, em algum grau, o controle social de políticas públicas; e (iii) estimula uma tentação pela formulação descontrolada ou descoordenada de estratégias financeiras de curto prazo para a efetivação máxima de todos os direitos fundamentais o quanto antes, quando se sabe que a execução de políticas públicas é gradual e que as responsabilidades pelas consequências financeiras de atos políticos praticados em um ciclo político-eleitoral, se positivas, podem gerar benefícios políticos aos “donos episódicos do poder”, mas, por outro lado, se negativas, geralmente são repassadas a eventuais sucessores políticos de oposição com relativa facilidade.⁶³⁴

Nesse sentido, o direito fundamental à moradia, disposto no art. 6º da Constituição brasileira de 1988, é um exemplo fantástico para ilustrar a questão, pois o setor habitacional é, provavelmente, o maior foco de crises financeiras sistêmicas na

⁶³³ A principal vantagem de uma Constituição analítica, pelo menos no que diz respeito a direitos fundamentais, é ampliar *ex ante* a pauta no espaço público sob um espectro mais amplo de questões políticas fundamentais, a exemplo da previsão constitucional de diversos direitos sociais, nos termos do art. 6º da Constituição brasileira de 1988.

⁶³⁴ É evidente que Constituições sintéticas não impedem focos de instabilidade sistêmica que surgem no âmbito político, mas a amplitude normativa de uma Constituição analítica potencializa, em algum grau, esse problema.

história econômica mundial e a razão principal da última crise mundial, gerada pelo colapso do mercado imobiliário norte-americano *subprime*.⁶³⁵

Ter o próprio imóvel para morar é, evidentemente, uma pretensão moral valiosa e digna de consideração em termos de políticas públicas, sendo certo que a ausência de moradia afeta, sobretudo, as pessoas economicamente menos favorecidas. Segundo pesquisas recentes, baseadas na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em 2009, o déficit habitacional no Brasil alcança patamares significativos.

Uma pesquisa feita pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) com base nesses dados apontou um “déficit habitacional 5,8 milhões de famílias, o que representa um índice de 9,3% de famílias que não têm onde morar ou vivem em condições inadequadas”.⁶³⁶ O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), por sua vez, apontou um déficit habitacional de 7,9 milhões de moradias no país, o que corresponde a 14,9% dos domicílios.⁶³⁷ A Caixa Econômica Federal, principal agente do sistema financeiro habitacional, identificou, com base no ano de 2009, uma “Demanda Habitacional Total” brasileira de 9.297.214 unidades.⁶³⁸

Diante do direito fundamental à moradia, o que fazer? O Estado deve comprar moradias e distribuir aos economicamente menos favorecidos e, com isso, os demais direitos, inclusive os demais direitos sociais, devem receber, relativamente, menos recursos públicos? O Estado deve se endividar para financiar o déficit habitacional ou

⁶³⁵ Embora hoje seja improvável uma crise financeira no setor imobiliário habitacional, essa não é uma realidade muito distante do Brasil, eis que está em andamento o programa “Minha Casa, Minha Vida”. Instituído nos termos da Lei nº 11.977, de 2009, tal política pública integra o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) do governo federal, cuja gestão operacional de recursos financeiros é exclusiva da Caixa Econômica Federal (art. 9º e 16 da Lei nº 11.977, de 2009). O foco do programa é o financiamento habitacional subsidiado de famílias de menor renda, com subvenção econômica do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social a projetos empresariais de infraestrutura voltados à habitação popular (art. 33 e 34 da Lei nº 11.977, de 2009). Dessa forma, o Brasil adotou uma estratégia política diferente de subsídios públicos ao setor, vinculada à captação de recursos via endividamento público da União e com intermediação da CEF e BNDES, enquanto o segmento *subprime* norte-americano foi financiado através de estratégias de securitização induzidas pelas *GSEs* no âmbito privado do sistema financeiro.

⁶³⁶ Conforme informação obtida em notícia extraída da internet. Fonte: <http://educacao.uol.com.br/disciplinas/atualidades/deficit-habitacional-brasil-precisa-de-quase-8-milhoes-de-moradias.htm>. Acesso em 03.03.2013.

⁶³⁷ Fonte: <http://educacao.uol.com.br/disciplinas/atualidades/deficit-habitacional-brasil-precisa-de-quase-8-milhoes-de-moradias.htm>. Acesso em 03.03.2013.

⁶³⁸ Em 2012, a Caixa Econômica Federal tornou público um estudo específico sobre a demanda habitacional no Brasil, que se encontra disponível no seguinte endereço eletrônico: http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/habita/documentos_gerais/demanda_habitacional.pdf. Acesso em 03.03.2013.

deve, diretamente, subsidiar os financiamentos imobiliários? Qual é o papel dos bancos públicos e das agências de fomento no financiamento do mercado imobiliário? As instituições financeiras privadas devem ficar à margem do sistema de financiamento imobiliário habitacional, tal como ocorre hoje no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH)? O Estado deve garantir os financiamentos imobiliários das pessoas economicamente menos favorecidas, sabendo-se que essas têm menor capacidade de pagamento? O Estado deve restringir-se a estimular a formação de poupança pelas pessoas para que elas mesmas financiem ou comprem os seus imóveis, ou deve promover somente o crescimento econômico nacional, do qual resultará uma maior renda às pessoas, que pode ser revertida para a aquisição de imóveis? Qual é o ritmo adequado de expansão dos financiamentos habitacionais apto a não comprometer ou pressionar, excessivamente, os preços de mercado dos fatores de produção da construção civil e/ou das moradias já construídas, com impacto na inflação?

Essa sequência de perguntas difíceis demonstra, de forma clara, a título ilustrativo, que a “mera” pretensão de efetivação de um único direito fundamental de natureza social envolve todo o sistema global de direitos fundamentais, com impactos financeiros significativos sobre o mercado. Como lidar com isso sem gerar instabilidade sistêmica?

Há uma resposta plausível, ainda que inicialmente genérica, fundada em três parâmetros essenciais que caracterizam o paradigma da sustentabilidade:⁶³⁹ traçar uma estratégia racional e razoável de estabilidade financeira de longo prazo, com prioridades políticas previamente estabelecidas e focadas na liberdade, que seja: (i) publicamente debatida, (ii) transparente e (iii) a mais eficiente possível ao mesmo tempo.⁶⁴⁰

Em outras palavras, conforme Juarez Freitas, deve-se reconhecer, normativamente, que “os objetivos multidimensionais da Constituição, no caso brasileiro, parecem andar, mais ou menos, em consonância com o valor supremo da

⁶³⁹ O paradigma de sustentabilidade preza pela “*racionalidade dialógica, pluralista e democrática, com a plasticidade adaptativa acoplada às exigências de fundamentação endereçada ao cumprimento coerente da Constituição*”, cf. FREITAS, Juarez. *Sustentabilidade: direito ao futuro*. Belo Horizonte: Fórum, 2011, p. 233.

⁶⁴⁰ Esses são os pilares que constituem o movimento contemporâneo conhecido como *new public management*, o qual prega a adoção de métodos de gestão pública aptos a construir, institucionalmente, uma administração voltada a resultados, necessariamente legitimada pelos valores da democracia deliberativa, através da qual se exige “*visibilidade das ações estatais (transparência), participação nas escolhas das políticas – e não mais de nomes – e para a confirmação de que elas estão sendo executadas a contento, sempre que possível, e, sobretudo, a eficiência estatal nas prestações públicas a seu cargo, ou seja, a aferição de resultados*” (SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 52).

sustentabilidade, sem unilateralismos”,⁶⁴¹ em consonância com a preservação sistêmica das liberdades e a devida atenção, em prol da igualdade, aos menos favorecidos.

Definir uma estratégia política liberal-igualitária transparente, adequada e sustentável ao longo do tempo,⁶⁴² própria da democracia deliberativa, faz toda a diferença em termos de desenho institucional e escolha de políticas públicas,⁶⁴³ entendidas como “as ações e programas para dar efetividade aos comandos gerais impostos pela ordem jurídica que necessitam de ação estatal”.⁶⁴⁴

No âmbito econômico, a discussão essencial a respeito da adequação das estratégias políticas à realidade dinâmica e complexa dos mercados sempre leva à mesma questão: é crível defender a possibilidade de existência de um tamanho ideal de Estado na economia⁶⁴⁵ para a estrutura regulatória da sociedade, capaz de equilibrar a equação de justiça “liberdade-igualdade”⁶⁴⁶ de forma atemporal?

⁶⁴¹ FREITAS, Juarez. *Op. Cit.*, p. 133.

⁶⁴² A preocupação intergeracional deve integrar a estratégia político-institucional de qualquer sociedade. Conforme ressalta Hannah Arendt, “*se o mundo deve conter um espaço público, não pode ser construído apenas para uma geração e planejado somente para os que estão vivos, mas tem de transcender a duração da vida de homens mortais. Sem essa transcendência em uma potencial imortalidade terrena, nenhuma política, no sentido restrito do termo, nenhum mundo comum nem domínio público são possíveis*” (ARENDR, Hannah. *A condição humana*. Trad. Roberto Raposo. 11. ed. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2011, p. 67). Em outras palavras, Diogo de Figueiredo Moreira Neto sustenta que “*só será possível recobrar a segurança se o futuro for objeto de criterioso planejamento democrático, pois desse modo se permite uma formulação aberta de políticas públicas e, por isso, submetê-los ambos a específicos institutos jurídicos, que privilegiem a prospecção e o controle social*” (MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Quatro paradigmas do direito administrativo pós-moderno: legitimidade, finalidade, eficiência, resultados*. Belo Horizonte: Forum, 2008, p. 141).

⁶⁴³ V. MAJONE, Giandomenico. *Do Estado Positivo ao Estado Regulador: causas e conseqüências da mudança no modo de governança*. In: MATTOS, Paulo Todescan L. (coord). *Regulação Econômica e Democracia – o debate europeu*. São Paulo: Singular, 2006, p. 53. A ideia de que a estratégia é essencial à estruturação institucional é trazida por Giandomenico Majone com base na tese de Alfred Chandler, segundo a qual a estrutura segue a estratégia preestabelecida e uma estrutura mais complexa é o resultado da conjugação de várias estratégias básicas.

⁶⁴⁴ FONTE, Felipe de Melo. *Op. Cit.*, p. 44.

⁶⁴⁵ No mesmo sentido, a questão pertinente ao tamanho ideal do Estado é posta em: RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Regulação jurídica, racionalidade econômica e saneamento básico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 11.

⁶⁴⁶ Quanto ao ponto, embora se saiba da importância do disseminado trinômio liberdade-igualdade-fraternidade para a afirmação histórica dos direitos fundamentais, não se faz menção expressa à ideia de fraternidade ou solidariedade porque essa é pressuposta na filosofia liberal-igualitária, sobretudo tendo em vista o ideal de razão pública e a exigência de razoabilidade própria do critério da reciprocidade segundo a filosofia política de John Rawls. De todo modo, pode-se dizer que a solidariedade implica no “*reconhecimento da responsabilidade mútua entre as pessoas, i.e., umas pelas outras e de cada uma delas por todas as demais, inclusive pelas gerações futuras*”, cf. FONTE, Felipe de Melo. *Op. Cit.*, p. 275.

A propósito do assunto, diversas formulações teóricas foram desenvolvidas e serviram de fundamento para a construção histórica de estratégias predominantes de políticas públicas pelos Estados em diversos momentos ao longo dos últimos séculos.

São de conhecimento geral, nessa discussão, o modelo de Estado mínimo, construído no final do século XVIII e início do século XIX sob influência das ideias provenientes do liberalismo clássico, que visou, basicamente, contestar o desperdício de recursos sociais causados pelos privilégios e monopólios econômicos oficiais.⁶⁴⁷

Posteriormente, os modelos variados de Estado intervencionista, concebidos na primeira metade do século XX e rotulados, genericamente, como modelos de Estado de bem-estar social, revelam um protagonismo estatal maior na efetivação dos direitos sociais *lato sensu* com vistas à redução de desigualdades econômicas e sociais, o que se explica, essencialmente, pela evolução substancial dos processos políticos de inclusão democrática ocorridos nesse mesmo século.

Em suma, a história retrata modelos econômicos de Estado cujo grau de intervenção variou ao longo do tempo segundo as necessidades sociais percebidas pelas classes políticas majoritárias nos processos principais de decisão sobre questões políticas fundamentais.

A título ilustrativo, até mesmo se lido o modelo de Estado mínimo no contexto histórico de sua concepção, em que a deliberação política era excludente de setores marginais da sociedade, percebe-se a existência de um grau mínimo de intervenção para a garantia de liberdades econômicas nos mercados.

Logo, a intervenção do Estado na economia, segundo as evidências e as experiências históricas mundiais, é uma questão de grau, que foge à lógica do “tudo ou nada”. Mitificar o mercado ou o Estado não faz nenhum sentido lógico, porque ambos

⁶⁴⁷ Quanto à importância dos mercados, é interessante destacar as observações feitas por Amartya Sen à contribuição de Adam Smith para a economia, nas quais se percebe uma leitura mais contextual e ética das ideias extraídas das suas principais obras, pois as preocupações centrais de Adam Smith voltavam-se ao problema do desperdício social e da perda de capital produtivo. Com efeito, é possível afirmar que a tese principal de Adam Smith a favor do livre funcionamento dos mercados tinha por objetivo claro contestar a interferência política de grupos econômicos organizados na busca de privilégios econômicos na Inglaterra do século XVIII, o que prejudicava, de forma intensa, a formação justa dos preços nos mercados em razão da ausência de concorrência. Além disso, encontra-se na obra de Adam Smith passagens onde se defende uma atuação estatal ativa de garantia de educação básica a todas as pessoas e investigações econômicas sobre a possibilidade de “restrições sensatas” destinadas à correção dos resultados dos mercados, podendo-se cogitar da afirmação de uma “lógica intervencionista” a Adam Smith, fundada na minimização dos desperdícios sociais e obtenção de bons resultados sociais através dos mercados. Em síntese, Amartya Sen finaliza a análise da obra smithiana pela observação de que as políticas econômicas devem conter uma racionalidade diferente de atitudes generalistas contra ou a favor dos mercados, com enfoque nos incentivos existentes e nas conseqüências reais das decisões políticas no funcionamento dos mercados. V. SEN, Amartya. *Desenvolvimento como liberdade*. São Paulo: Companhia das Letras, 2000, p. 146-151, *passim*.

são o resultado da ação racional humana, com o objetivo institucional comum de gerar “bem-estar social”.⁶⁴⁸

Além disso, tanto o mercado quanto o Estado podem apresentar falhas, conforme será desenvolvido a seguir. Não há, portanto, um tamanho ideal de Estado na economia.

Não obstante, a divergência social a respeito do grau adequado de intervenção do Estado na economia é intensa devido à adesão de razões teóricas específicas por parte de distintas doutrinas abrangentes razoáveis, cujas premissas teóricas, conseqüentemente, levam a resultados nem sempre coincidentes quanto à definição adequada do desenho político-institucional e da escolha das políticas econômicas.

É um desafio criar consensos democráticos mínimos em matéria econômica, haja vista o fato do pluralismo razoável em um Estado pluriclasse,⁶⁴⁹ o que evidentemente também ocorre no que diz respeito aos mercados financeiros.

Sendo assim, uma etapa essencial ao enfrentamento desse desafio é analisar o valor material da livre iniciativa econômica e discorrer sobre a existência do princípio da subsidiariedade de atuação estatal na Constituição brasileira de 1988, com fundamento no princípio constitucional da dignidade da pessoa humana e da livre iniciativa (art. 1º, III e IV, e 170, *caput*, da Constituição brasileira de 1988), próprios de um direito fundamental geral de autonomia para a liberdade (art. 5º, II, da Constituição brasileira de 1988),⁶⁵⁰ especialmente quando se adota uma perspectiva política de filosofia liberal-igualitária de justiça, na qual a liberdade é prioritária em relação a valores perfeccionistas e exigências de bem comum.

⁶⁴⁸ A noção de “bem-estar social” é excessivamente genérica, mas é ora empregada pela sua consagração na teoria econômica. O tema será retomado mais a frente.

⁶⁴⁹ A noção de Estado pluriclasse é dada por Alexandre Santos de Aragão, *in verbis*: “O Estado, ao contrário da administração econômica dos pequenos grupos homogêneos, deverá dar conta da pluralidade de concepções existentes no seio da sociedade. Noutras palavras, a decisão a respeito de como se dará a atuação do Estado no seio da sociedade (por exemplo, se mediante uma atuação empresarial estatal direta, ou através da regulação das empresas privadas), é questão que está sujeita ao processo político pluralista e democrático” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 56).

⁶⁵⁰ Segundo Jane Reis Gonçalves Pereira: “na Constituição brasileira de 1988, é bastante fácil encontrar lastro para o direito geral de liberdade. O art.5º, *caput*, é explícito em consagrar o direito à liberdade, ao lado do direito à vida, à igualdade, à segurança e à propriedade. De outro lado, o art. 5º, II, que consagra o princípio da legalidade, determina que ‘ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei’, veiculando, a contrario sensu, o princípio geral da autonomia” (PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Interpretação constitucional e direitos fundamentais: uma contribuição ao estudo das restrições aos direitos fundamentais na perspectiva da teoria dos princípios*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 170).

Ora, quando se afirma que as liberdades fundamentais devem ser priorizadas na regulação da estrutura básica da sociedade, quer-se proteger a autonomia de cada cidadão para realizar seus planos próprios de vida, enquanto produto prático da razão, de modo que a liberdade não pode ser restringida, de forma arbitrária, pelos demais membros da sociedade, pois se deve tratar cada cidadão como um fim em si mesmo.

Nesse sentido, o princípio da subsidiariedade, enquanto corolário do princípio constitucional da dignidade da pessoa humana e da livre iniciativa, é eficaz no sentido de incentivar que todos os cidadãos tenham autonomia para empreender, trabalhar, inovar, ou, em termos mais gerais, agir economicamente, ainda que cada um persiga interesses econômicos próprios.

A economia não é um “jogo de soma-zero”, em que os ganhos econômicos privados de uns significam perdas econômicas privadas de outros. Não é justo nem socialmente eficiente impor, institucionalmente, a socialização dos ganhos econômicos dos cidadãos e a privatização dos prejuízos, pois isso representa um incentivo muito negativo às vantagens evidentes do exercício pleno da autonomia no âmbito econômico.

O que move e transforma a economia de um país, com a geração de riqueza econômica, é o exercício ativo da autonomia individual dos cidadãos no contexto dos mercados, em que o resultado do empreendedorismo, do trabalho e da inovação ocorridos nos mercados é revertido, primariamente, em ganhos econômicos privados que produzem efeitos sistêmicos positivos para a integridade da economia.

Dessa forma, o exercício da autonomia dos agentes econômicos no âmbito dos mercados é o que gera as transformações positivas na geração de riqueza econômica, o que evidencia, *prima facie*, a inexistência de justificação moral e política para a intromissão do Estado na vida econômica privada das pessoas, daí a prioridade fundamental da livre iniciativa econômica⁶⁵¹.

No entanto, a prioridade da livre iniciativa econômica não significa a sua hegemonia,⁶⁵² pois é notório que a capacidade espontânea de coordenação flexível e dinâmica das necessidades humanas através dos mercados encontra certas limitações.

⁶⁵¹ Cf. MARQUES NETO, Floriano Peixoto de Azevedo. *Limites à Abrangência e à Intensidade da Regulação Estatal*. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, nº 4, 2006, p. 11-14, *passim*. Tal doutrinador, ao perceber a subsidiariedade como decorrência da autonomia individual e da livre iniciativa econômica, sustenta a tese de que a subsidiariedade é princípio constitucional implícito.

⁶⁵² O princípio da juridicidade ou legalidade constitucional pode justificar restrições ao direito fundamental de liberdade, a fim de fazer prevalecer outros bens jurídicos em determinadas circunstâncias

Não há dúvidas de que: (i) há deficiências estruturais de mercado; (ii) assimetrias intensas entre os agentes econômicos participantes; (iii) externalidades; e (iv) interesses coletivos envolvidos, o que compromete a capacidade de coordenação eficiente exclusiva dos mercados, demandando-se elementos institucionais complementares de reforço à coordenação dos processos de mercado através da regulação. Essas são, em linhas gerais, as denominadas “falhas de mercado”.

Posto isso, evidencia-se o sentido da subsidiariedade, que tem *status* constitucional, por resultar do princípio constitucional da livre iniciativa com repercussão econômica, de modo que não há razão para degradar esse *status* normativo se seguida a ideia de prioridade das liberdades fundamentais.⁶⁵³

Portanto, a subsidiariedade fundamenta uma preferência geral clara pela não intervenção nos resultados sociais dos mercados e não significa, de modo algum, um Estado fraco.⁶⁵⁴

Sendo assim, se, efetivamente, o Estado tem o “poder de coerção exclusivo em relação à sociedade”⁶⁵⁵, é preciso refletir sobre os limites dessa coercitividade, na medida em que restrições ou estímulos inadequados à livre iniciativa econômica geram

institucionais, desde que fundamentadas as restrições, direta ou indiretamente, na Constituição, à luz do ideal de razão pública, cf. PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 171 e 208.

⁶⁵³ Em relação ao tema, é importante citar a existência de entendimento doutrinário no sentido de que a subsidiariedade não pode ser extraída, diretamente, da Constituição brasileira de 1988. Tal tese busca afastar uma hipotética “interpretação hiper-expansiva do âmbito de proteção do princípio da livre iniciativa” que obsta a legitimidade democrática para impor restrições normativas sobre os mercados (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Fundamentalização e Fundamentalismo na Interpretação do Princípio Constitucional da Livre Iniciativa*. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel (Coord.). *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos Teóricos e Aplicações Específicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007, p. 710 e 734-740). A crítica básica que se faz a esse entendimento refere-se à incoerência interna do estudo, pois nele se faz o uso do ideal de razão pública formulado por John Rawls como fundamento essencial da democracia deliberativa e se afasta, em seguida, a ideia de prioridade das liberdades fundamentais sobre valores perfeccionistas e exigências de bem comum, o que também integra a filosofia política de John Rawls.

⁶⁵⁴ Essas são as considerações de: ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 132-136, *passim*. É importante frisar que, em termos institucionais, o Supremo Tribunal Federal jamais reconheceu a existência normativa do princípio constitucional da subsidiariedade, cf. FIDALGO, Carolina Barros. *O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito. Rio de Janeiro, 2012, p. 78, cuja análise fundou-se em ampla pesquisa jurisprudencial sobre o tema no Supremo Tribunal Federal.

⁶⁵⁵ SUNDFELD, Carlos Ari. *Fundamentos de Direito Público*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 21.

resultados sociais ruins, o que fundamenta a opção constitucional brasileira por um direito fundamental geral de liberdade.⁶⁵⁶

Logo, entre “falhas de mercado” e “falhas de Estado”, pergunta-se: qual é a melhor estratégia política a ser seguida, em democracias deliberativas, para a concretização das finalidades traçadas, primariamente, na Constituição? Qual é o paradigma, aplicável no âmbito da regulação financeira sistêmica, mais eficiente de avaliação dos resultados esperados *vis-à-vis* os objetivos estabelecidos?

A resposta a essa questão, no presente trabalho, será dada pelo recurso à ideia da razão prática regulatória como paradigma sustentável de ação do Estado, em prol do objetivo de aprimoramento regulatório voltado à obtenção dos melhores resultados sociais possíveis (*better regulation*).

Com relação ao tema, não custa lembrar que a ideia de razão prática preza pelo: (i) desapego a razões teóricas específicas,⁶⁵⁷ (ii) ênfase no contexto decisório e (iii) preocupação forte com as consequências sistêmicas das decisões tomadas, a fim de definir, a partir dos elementos empíricos e científicos de informação disponíveis, as razões para a escolha dos parâmetros de ação no progresso nos processos regulatórios.

À evidência, isso envolve, em termos práticos, definir a “quem” será racionalmente atribuída a responsabilidade pelas decisões regulatórias e “como” elas serão executadas na prática, bem como o estabelecimento de formas eficazes de lidar com a necessária submissão pública justificada dos resultados inerentes à estratégia regulatória para críticas, ajustes ou controle pelos demais poderes (“por quê”).

Nesse sentido, no âmbito da democracia deliberativa, a discussão acerca do grau adequado de legitimidade da regulação dos mercados se transforma em um diálogo dinâmico, pautado pelo ideal de razão pública, que ocorre segundo um paradigma de sustentabilidade da gestão pública financeira fundamentado em razões práticas regulatórias,⁶⁵⁸ que tem por objetivo a implementação gradual e progressiva de

⁶⁵⁶ Essa é a ideia principal que fundamenta a existência de “falhas de Estado”, sem prejuízo de um estudo específico correlato sobre os vícios de comportamento dos burocratas e políticos no “mercado político”, o que será objeto de tópico próprio no presente capítulo.

⁶⁵⁷ As razões teóricas específicas são importantes, mas não determinantes em democracias deliberativas, conforme a ideia de razão prática de John Rawls, amplamente apresentada no capítulo anterior.

⁶⁵⁸ Conforme Alexandre Santos de Aragão, “*a relação entre o Estado e a economia é dialética, dinâmica e mutável, sempre variando segundo as contingências políticas, ideológicas e econômicas. Inegável, assim, uma relação de mútua ingerência e limitação: o Direito tem possibilidades, ainda que não infinitas, de limitar e de direcionar as atividades econômicas; e estas influenciam as normas jurídicas não apenas na sua edição, como na sua aplicação, moldando-as, também limitadamente, às necessidades*”

estratégias regulatórias eficientes e transparentes aos resultados pretendidos (que podem justificar tanto restrições regulatórias quanto tendências de desregulação)⁶⁵⁹ variáveis de acordo com as circunstâncias econômicas contingentes de conjuntura histórica.⁶⁶⁰

Nesse momento, é importante frisar qual o sentido e o alcance da concepção de regulação ora adotada. Não há dúvidas de que há diversos sentidos e alcances possíveis para caracterizar o termo regulação, haja vista a complexidade do fenômeno regulatório.⁶⁶¹

Quanto ao tema, pela excelência da obra clássica de Eros Roberto Grau⁶⁶² na doutrina brasileira sobre Direito Econômico, até hoje se compreende, com amplo grau

do sistema econômico” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 21). Assim, a democracia deliberativa estimula a ampla participação pública nas instâncias oficiais pelas diversas doutrinas abrangentes razoáveis, sobretudo em relação às questões políticas fundamentais, com o intuito de “*não congelar nenhuma concepção transitoriamente vencedora, mantendo a adaptabilidade do Estado à cada vez mais complexa e dinâmica realidade e ao jogo político da sociedade*” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 57).

⁶⁵⁹ Mais uma vez, faz-se questão de trazer observações de Alexandre Santos de Aragão acerca das possibilidades de regulação *lato sensu* da economia, que podem identificar-se com as seguintes estratégias, *in verbis*: “(a) a regulação estatal, feita pelas regras emitidas por órgãos do próprio Estado, mesmo que deles participem representantes de organismos intermédios da sociedade; (b) a regulação pública não-estatal, feita por entidades da própria sociedade, mas por delegação ou por incorporação das suas normas ao ordenamento jurídico estatal; (c) auto-regulação, levada a cabo autonomamente por instituições privadas, geralmente associativas (auto-regulação associativa), sem qualquer delegação ou chancela estatal; e (d) a desregulação, consistente na ausência de regulação institucionalizada, pública ou privada, ficando os agentes sujeitos apenas ao livre desenvolvimento do mercado” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 33).

⁶⁶⁰ Consoante a advertência do Luís de Cabral de Moncada, “*indispensável é, porém, compreender que a intervenção estatal ou a sua neutralidade relativamente à economia não visam alterar os fundamentos da sociedade capitalista e liberal em que vivemos; corporizam apenas respostas conjunturais a problemas econômicos e sociais, feitas com maior ou menos apoio constitucional, e que correspondem a um movimento pendular que se verifica no interior da ordem econômica dominante*” (MONCADA, Luís de Cabral de. *Manual elementar de direito público da economia: uma perspectiva luso-brasileira*. Coimbra: Almedina, 2012, p. 10). É comum caracterizar a atuação estatal na economia como um pêndulo, devido ao caráter tendencial no sentido de se aumentar ou diminuir a regulação em razão da percepção das instituições políticas sobre a conjuntura econômica. Sendo assim, “*as oscilações pendulares da ação estatal no capitalismo revelam que não há perversão do sistema nem quando o Estado aumenta sua interferência na economia, nem quando diminui*” (AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 7); o mais relevante na ação pendular não é somente a tendência de regulação estatal em si, mas o exame substancial das razões que fundamentam tal tendência.

⁶⁶¹ A regulação, em essência, tem natureza ampla e grande fluidez conceitual, o que se explica pelo fato de que “*as relações sujeitas à regulação são, em regra, complexas, envolvendo aspectos financeiros, econômicos, técnicos e jurídicos, que não comportam soluções preconcebidas*” (SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 306). No mesmo sentido: ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 36.

⁶⁶² V. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2003.

de aceitação, que a atividade econômica em sentido amplo se decompõe em: (i) atividade econômica em sentido estrito e (ii) serviço público.⁶⁶³

Seguida essa classificação, o termo “atuação” do Estado caracteriza as restrições estatais ao funcionamento dos mercados no espectro integral da noção de atividade econômica em sentido amplo,⁶⁶⁴ enquanto o termo “intervenção” está reservado à atuação estatal na atividade econômica em sentido estrito, sendo usado o termo “intervenção” porque o Estado estaria atuando em “área de outrem”.⁶⁶⁵

Além disso, a forma de “intervenção” do Estado na economia pode ser: (i) direta, que ocorre quando o Estado atua como empresário, em regime de livre iniciativa econômica e livre concorrência com os demais agentes econômicos de mercado (art. 173),⁶⁶⁶ ou (ii) indireta, caracterizada pela: (ii.a) ação estatal de direção,⁶⁶⁷ através da qual se regula, principalmente, o acesso e o comportamento dos agentes econômicos nos mercados (leia-se, poder de direção, regulação em sentido estrito, polícia ou disciplina); ou (ii.b) ação estatal indutiva,⁶⁶⁸ com o objetivo de fomentar comportamentos econômicos em setores socialmente importantes (art. 174).^{669 670}

No entanto, a despeito da utilidade didática das classificações acima mencionadas, a inquestionável interação inevitável entre todas as formas de “intervenção” no complexo setor financeiro impede um estudo isolado ou estanque de

⁶⁶³ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 92.

⁶⁶⁴ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 81-82.

⁶⁶⁵ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 81. A síntese de Eros Grau sobre o tema é a seguinte, *in verbis*: “Intervenção indica, em sentido forte, (isto é, na sua conotação mais vigorosa), no caso, atuação estatal em área de titularidade do setor privado; atuação estatal, simplesmente, ação do Estado tanto na área de titularidade própria quanto em área de titularidade do setor privado. Em outros termos, teremos que intervenção conota atuação estatal no campo da atividade econômica em sentido estrito; atuação estatal, ação do Estado no campo da atividade econômica em sentido amplo” (GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 83).

⁶⁶⁶ O *caput* do artigo 173 da Constituição está assim redigido: “Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

⁶⁶⁷ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 126.

⁶⁶⁸ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 127.

⁶⁶⁹ O artigo 174, *caput*, da Constituição brasileira de 1988 tem a seguinte redação: “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”.

⁶⁷⁰ No direito português, v. MONCADA, Luís de Cabral de. *Manual elementar de direito público da economia: uma perspectiva luso-brasileira*. Coimbra: Almedina, 2012, p. 183.

cada uma dessas formas de “intervenção” em termos sistêmicos, daí a escolha pela adoção mais eficiente e transparente de uma concepção ampla e única de regulação, apta a abarcar toda a atuação do Estado, que também engloba a atuação do Estado como empresário⁶⁷¹ e a noção de regulamentação.⁶⁷²

Quando, por exemplo, um empresário do setor de construção civil avalia as possibilidades financeiras de um projeto, certamente ele avaliará qual a melhor estratégia financeira, em termos de custo-benefício, para viabilizá-lo, sem qualquer preocupação com a natureza jurídica que qualifica, respectivamente, os agentes que integram o Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Provavelmente, as alternativas financeiras, que seguem a lógica do melhor custo-benefício possível, serão postas na seguinte ordem: (i) a submissão do projeto à análise do BNDES (intervenção indireta por agência de fomento); (ii) a consulta aos distintos bancos públicos a respeito de aderência das finalidades do projeto às diretrizes institucionais para a obtenção de financiamento com melhores taxas de juros

⁶⁷¹ A inclusão das empresas estatais na noção de regulação é tema controvertido. No entanto, entender a utilização de empresas estatais como técnica de regulação estatal é essencial para uma abordagem metodológica única voltada ao aprimoramento global dos processos regulatórios, em conformidade com a ideia de razão prática regulatória. A regulação estatal em sentido amplo possui natureza sistêmica e, a rigor, deve seguir um planejamento estrutural estratégico adequado de longo prazo, de modo que a justificação do uso de empresas estatais não pode ser posta isoladamente do projeto regulatório para o setor, sob pena de gerar distorções significativas de diagnóstico e prognóstico econômicos, máxime porque as empresas estatais, em geral, detêm grande parcela de poder de mercado, haja vista, por exemplo, o poder de mercado dos bancos públicos. Calixto Salomão Filho afirma, ao tratar da ação de planejamento estatal, que “*o papel da empresa estatal, desde que tenha poder no mercado suficiente para tanto, passa, então, a ser o de planejador e direcionador de desenvolvimento setorial. A eficiência (aqui no sentido produtivo) da atuação estatal é, também, garantida através da presença de concorrentes (existentes ou potenciais). O papel da concorrência é, aqui, novamente arejar o órgão planejador (no caso o estatal) permitindo o melhor conhecimento da realidade e, eventualmente, a mudança de rumo do planejamento (...) outra forma mais óbvia é a regulação, em sentido próprio ou estrito, através da edição de normas específicas, e sua fiscalização. Nessa forma é fundamental que a introdução de princípios institucionais seja apenas um primeiro passo no sentido da resolução efetiva dos problemas estruturais*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 60-61). Ademais, em termos históricos, o processo simultâneo de privatização de empresas estatais e de reforço da regulação estatal em sentido estrito verificado nas últimas décadas do século passado evidenciou, em termos sistêmicos, que ambas são estratégias regulatórias válidas e interativas como técnicas de regulação, tanto que “*o abandono da actividade empresarial do Estado e fim dos exclusivos públicos provocou em geral um reforço da actividade reguladora do Estado*” (MARQUES, Maria Manuel Leitão; MOREIRA, Vital. *A Mão Visível – Mercado e Regulação*. Coimbra: Almedina, 2008, p. 13). Quanto ao ponto, a propósito, é difícil afirmar se os processos de privatização, efetivamente, geraram uma menor intensidade regulatória em razão do aumento significativo da regulação estatal em sentido estrito naquele período histórico.

⁶⁷² Embora a noção de regulamentação – ou poder regulamentar – seja tratada, majoritariamente, como atividade de complemento a ato normativo primário editado pelo Poder Legislativo – leia-se, a lei ordinária, via de regra -, nos termos do art. 84, IV, da Constituição brasileira de 1988, regular e regulamentar, em essência, têm a mesma natureza, embora possuam graus distintos de juridicidade, cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 28. O tema será retomado e aprofundado, mais adiante, em momento oportuno do capítulo.

(intervenção direta); (iii) a consulta financeira a bancos privados, fundos de investimento, fundos de pensão, etc.; e (iv) a avaliação da possibilidade de captação de recursos financeiros no mercado de capitais, cogitando-se, por exemplo, da possibilidade de efetuar a abertura de capital da sociedade empresária, o aumento de capital pela emissão de novas ações ou emissão de debêntures caso seja sociedade anônima por ações, o que lhe sujeita à intervenção indireta da Comissão de Valores Imobiliários (regulação em sentido estrito), sendo que todos esses agentes do sistema financeiro nacional estão sujeitos à regulação normativa sistêmica protagonizadas pelo Conselho Monetário Nacional (intervenção indireta por regulação em sentido estrito).

Nesse sentido, adotar uma concepção ampla e única de regulação⁶⁷³ não é somente uma escolha voluntarista, mas uma necessidade sistêmica para conduzir, com transparência e eficiência, progressos nos processos regulatórios, ao permitir a identificação de distorções e incentivos econômicos, bem como viabilizar uma avaliação adequada de custo-benefício das instituições sociais e de seus respectivos resultados a partir de uma perspectiva uniforme de diagnósticos e prognósticos.⁶⁷⁴

Logo, a regulação é o termo reputado mais adequado para qualificar a pretensão teórica de estudar a atuação do Estado na economia de forma eficiente em termos sistêmicos, compreendendo-se a regulação, portanto, como um sistema racional 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”⁶⁷⁵, cuja amplitude está fundamentada na Constituição e se concretiza através das instituições políticas do Estado, cujos objetivos devem ser atingidos com os menores custos sociais possíveis. Essa é a perspectiva da *better regulation*, que será tratada a seguir.

⁶⁷³ A única ressalva que deve ser feita em relação à amplitude da concepção de regulação é afastar seu alcance dos mecanismos próprios de formação de preços de mercado ou quando presente a autorregulação espontânea privada dos agentes integrantes de determinado mercado, cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 30.

⁶⁷⁴ Cf. SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 48.

⁶⁷⁵ ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 37. Em sentido similar, diz-se que “a regulação pública da economia em sentido amplo, consiste, no conjunto de medidas legislativas, administrativas e convencionadas por meio das quais o Estado (ou, de forma mais ampla, os poderes públicos), por si ou por delegação, determina, controla, ou influencia o comportamento dos agentes econômicos, tendo em vista evitar efeitos desses comportamentos que sejam lesivos de interesses socialmente legítimos e orientá-los em direções socialmente desejáveis” (SANTOS, António Carlos dos; GONÇALVES, Maria Eduarda; MARQUES, Maria Manuel Leitão. *Direito Económico*. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2011, p. 181).

3.1 *Better regulation*: o equilíbrio entre as “falhas de mercado” e “falhas de Estado” por instrumentos transparentes de mensuração de impacto regulatório.

Os mercados financeiros são instituições sociais extremamente relevantes à economia. Segundo anteriormente ressaltado, tais mercados propiciam o acesso econômico a recursos financeiros para a produção ou o consumo de bens e serviços, além de disponibilizar instrumentos de gestão de investimentos e de riscos financeiros.

E é da interação dinâmica sistêmica resultante das vontades dos agentes financeiros que ocorrem, via de regra, os processos de formação de preços de mercado, de modo que, por respeito à autonomia individual, em tese, não haveria motivos racionais para se preocupar com os resultados sociais decorrentes do funcionamento dos mercados, já que as relações financeiras são firmadas conforme a autonomia das partes.

Ademais, seria possível inferir que a participação contínua dos agentes financeiros nos mercados tende a gerar, ao longo do tempo, melhores resultados alocativos e distributivos de recursos financeiros, isto é, resultados reputados socialmente mais eficientes. Mas por que, então, regular os mercados financeiros?

A resposta é simples: os mercados são complexos. Os processos de formação de preços nos mercados, que seguem a lógica do fluxo de demanda e oferta em diversos intervalos de tempo, com lastros variáveis de valor segundo a escassez moderada relativa dos bens transacionados, podem apresentar imperfeições, assimetrias ou distorções que, em algum grau, comprometem o sistema financeiro como um todo.

Tais deficiências de mercado são identificadas, com maior clareza e exatidão, a partir do paradigma teórico representado pelo modelo econômico de concorrência perfeita, tão caro à teoria econômica neoclássica, daí a denominação “falhas de mercados” para descrever os fatores que impedem alocações eficientes de recursos sociais, os quais justificam a criação de instituições sociais voltadas à reordenação da coordenação dos processos de formação de preços nos mercados.

Nesse sentido, combater “falhas de mercado” é um exercício econômico de razão prática voltado a minimizar as consequências socialmente negativas decorrentes das deficiências dos mercados, o que pede sejam levadas em consideração, sobretudo, a natureza dos comportamentos e dos incentivos econômicos.

Note-se que essa não é uma solução final à questão, mas uma solução parcial e insuficiente, pois a regulação, não raro, pode agravar os problemas que a justificaram

ou, até mesmo, criar novos problemas. Boas intenções regulatórias não bastam e o Estado também pode falhar.

Aqui, deve-se ter em mente que os detentores de poder regulatório, por várias razões, podem manipular a regulação em benefício próprio, isto é, comportamentos e incentivos criados no “mercado político” podem gerar resultados indesejados. A esse fenômeno se dá a denominação “falhas de Estado”.

Sendo assim, o que fazer diante do dilema entre “falhas de mercado” e “falhas de Estado”? A regulação pode, como ressaltado: (i) pretender a correção de deficiências de mercado, mas também é capaz de (ii) distorcer, excessivamente, os processos de alocação e distribuição de recursos sociais, sendo certo que (iii) o resultado da ação regulatória do Estado é intensamente influenciado pelo desenho institucional regulatório que recai sobre o mercado.⁶⁷⁶

Logo, regular adequadamente significa compreender, empiricamente, os comportamentos e os incentivos econômicos existentes em determinado mercado, bem como diagnosticar as reais necessidades de se estabelecer, juridicamente, instituições habilitadas a interferir nos processos de alocação e distribuição de recursos sociais, tendo em vista os melhores resultados sociais possíveis.

Não obstante, se a ênfase nas falhas de mercado representa justificativa suficiente para legitimar a regulação, não se pode esquecer que há justificativas complementares à integridade da equação de justiça “liberdade-igualdade” próprias do objetivo de desenvolvimento econômico, que se destina a garantir a expansão de direitos econômicos básicos a todos os cidadãos, livre e iguais, em caráter inclusivo, notadamente em sociedades extremamente desiguais, como é o caso do Brasil.⁶⁷⁷

Por isso, a relação entre Economia e Direito é tão importante para a regulação, pois regular bem é saber construir estratégias transparentes, no nível político-

⁶⁷⁶ Tratar a regulação como conjunto de normas que podem distorcer (norma como distorção), corrigir (norma corretiva) ou institucionalizar processos alocativos de recursos sociais (norma fundante) é uma abordagem feita em: ARIDA, Pérsio. *A pesquisa em Direito e em Economia: em torno da historicidade da norma*. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 62-66.

⁶⁷⁷ Nesse sentido, liberdade e igualdade podem caminhar juntas, embora ambas exerçam tensão entre si para o ajustamento equilibrado da estabilidade social. A título ilustrativo, é bom lembrar que, em sociedades mais desiguais, a tendência natural, em democracias deliberativas, é uma pressão no âmbito das instituições políticas por mais igualdade de direitos, pois o sistema de liberdades perde algum grau de legitimidade na medida em que seus resultados não beneficiam, em termos de distribuição equitativa de recursos sociais, todos os cidadãos, livres e iguais. Por outro lado, quanto maior a igualdade entre as pessoas, maior é a legitimidade de um sistema amplo de liberdades que incentive a ação racional humana para o progresso social, o que retira legitimidade do uso retórico ou argumentativo da igualdade para amparar paternalismos exacerbados ou justificar intervenção estatal em sentido amplo.

institucional, baseadas em diagnósticos e prognósticos em matéria econômica, dotados, no maior grau possível, de empirismo e evidências científicas e/ou teóricas amplamente aceitas, capazes de gerar resultados justos com os menores custos sociais possíveis.

Portanto, a função regulatória não é trivial, na medida em que o ajustamento razoavelmente adequado do equilíbrio da equação de justiça “liberdade-igualdade”, a despeito da prioridade das liberdades econômicas sobre valores perfeccionistas e exigências de bem comum, se sujeita a avaliações empíricas e valorativas periódicas dos resultados *vis-à-vis* os objetivos regulatórios previamente definidos em ambientes de democracia deliberativa, segundo a conjuntura econômica. E essa avaliação deve seguir um padrão referencial que será explicado, qual seja: a razão prática regulatória.

3.1.1 Do mito dos mercados racionais à razão prática regulatória como o melhor parâmetro de estratégia regulatória.

Dentre todas as tentativas teóricas de explicação do funcionamento e do resultado dos processos econômicos de formação de preços de mercado, a teoria econômica neoclássica, certamente, foi a mais bem sucedida e difundida como paradigma analítico nos últimos séculos.

Isso ocorreu, sobretudo, porque seus pressupostos teóricos são simples e relativamente intuitivos, além de se atribuir importância à racionalidade no exercício da liberdade de agir econômico das pessoas, que, em regra, buscam perseguir seus próprios interesses, sendo tais interesses mensurados a partir da noção de riqueza social pelo padrão único das “utilidades”.⁶⁷⁸

Sendo assim, baseada na ideia fundamental de que os agentes econômicos são racionais e buscam maximizar seus próprios interesses individuais, a interação social contínua desses agentes nos mercados tenderia a gerar, além do equilíbrio econômico de preços, a maximização do bem-estar social, ou seja, o resultado da participação racional individual dos agentes econômicos nos mercados geraria, ao longo do tempo, resultados alocativos eficientes em termos de geração de “utilidades”, razão pela qual interferências exógenas aos mercados não seriam adequadas porque socialmente ineficientes, *a contrario sensu*.

⁶⁷⁸ Quanto ao ponto, parte-se da ideia de que a formulação da teoria econômica neoclássica encontra fundamentação moral e política no utilitarismo. Essa ideia será exposta ao longo do tópico.

A síntese da ideia de maximização do bem-estar social e, conseqüentemente, do resultado alocativo eficiente produzido pelos mercados é o critério ótimo de Pareto, segundo o qual uma situação atende a esse critério quando “é impossível mudá-la de modo a deixar pelo menos uma pessoa em situação melhor (na opinião dela própria) sem deixar outra pessoa em situação pior (mais uma vez, em sua própria opinião)”.⁶⁷⁹

Segundo Albert Calsamiglia,⁶⁸⁰ é possível extrair da teoria econômica neoclássica a enumeração de sete características inerentes a um mercado ideal eficiente,⁶⁸¹ quais sejam: (i) a existência de informação completa dos preços e custos aos agentes econômicos que atuam no mercado; (ii) a estabilidade dos direitos de propriedade; (iii) a racionalidade individual na busca da maximização dos seus interesses; (iv) a inexistência de custos de transação; (v) a inexistência de externalidades, sendo o mercado o *locus* de interação social; (vi) a indiferença da demanda quanto aos produtos ofertados no mercado; e (vii) o fato de que os preços não são determinados, mas tomados pelos agentes econômicos no mercado.

Notadamente, todas essas características são irreais nos mercados mais complexos, embora sejam úteis como parâmetros de verificação de imperfeições dos mercados.

É evidente que: (i) as informações sobre preços e custos no mercado são assimétricas, ou seja, não são homogêneas; (ii) os direitos de propriedade, geralmente, estão distorcidos na medida em que diversos mercados são concentrados e os agentes econômicos são desiguais; (iii) os agentes econômicos não são sempre racionais e autointeressados; (iv) problemas de coordenação de incentivos e de comportamentos individuais dos agentes econômicos geram custos de transação, especialmente quando envolvidos bens coletivos ou públicos; (v) externalidades são comuns em mercados socialmente mais relevantes; (vi) os produtos de mercado são heterogêneos; e (vii) o poder econômico nos mercados determina, relativamente, a formação de preços, que variam constantemente ao longo do tempo de forma assimétrica.⁶⁸²

⁶⁷⁹ RODRIGUES, Vasco. *Análise Econômica do Direito: uma introdução*. Coimbra: Almedina, 2007, p. 38.

⁶⁸⁰ CALSAMIGLIA, Albert. *Eficiencia y Derecho*. Doxa, Cuadernos de Filosofia Del Derecho, v. 4, 1987, p. 271-272.

⁶⁸¹ Nesse sentido, Albert Calsamiglia sustenta que a eficiência é um critério útil, mas insuficiente para o desenho político-institucional da regulação (CALSAMIGLIA, Albert. *Op. Cit.*, p. 282).

⁶⁸² Cf. MANDELBROT, Benoit; HUDSON, Richard. *The (mis) Behavior of Markets*. New York: Basic Books, 2008, p. 82-88, *passim*. No mesmo sentido, Calixto Salomão Filho sustenta que “as falhas dessa

Em verdade, a realidade dos mercados financeiros consiste em uma interação assimétrica de informações e de expectativas diversas manifestadas por múltiplos agentes econômicos, próxima à noção de “geometria quebrada” de Benoit Mandelbrot em sua obra clássica *The Fractal Geometry of Nature*, publicada em 1982.⁶⁸³

Partindo da ideia essencial de que todo corpo geométrico, imperfeito ou irregular por natureza, pode ser quebrado em diversas partes pequenas, que constituem uma pequena parte do todo (“*fractal*”), Benoit Mandelbrot sustenta que um adequado entendimento dos mercados financeiros sugere a aplicação de métodos complexos e dinâmicos de mensuração de riscos econômicos baseados em probabilidades, pois é da natureza volátil e “*fractal*” dos mercados financeiros, sujeitos a efeitos exógenos e endógenos, que se extraem as razões: (i) para a existência de incerteza relativa quanto aos riscos econômicos, (ii) o caráter tendencial de comportamentos “*fractais*” e (iii) as variações de preço, que ocorrem ao longo do tempo sem um padrão claro e único.⁶⁸⁴

Ademais, não obstante o fato da irrealidade das características de um mercado ideal eficiente, a teoria econômica neoclássica adere, em termos filosóficos, aos pressupostos fundamentais do utilitarismo, o que vai de encontro à proposta da presente dissertação no sentido da adoção de uma perspectiva liberal-igualitária de justiça.

Quanto ao utilitarismo, as ideias principais que o norteiam se fundam no uso da categoria “utilidades”, presentes no estado de coisas, que serve de base social única de mensuração ética da felicidade ou satisfação de desejos das pessoas, onde as informações sobre utilidades são avaliadas pelo critério da soma em um ambiente com tendência à maximização da riqueza social pelo autointeresse racional da pessoas.⁶⁸⁵

concepção neoclássica são, hoje, evidentes. A reprodução em laboratório de condições de mercado é inviável, seja através da regulação ou da auto-regulação” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 32).

⁶⁸³ Segundo o autor, a volatilidade ou turbulência dos mercados financeiros são como o vento ou a movimentação das águas na natureza, devido aos movimentos fragmentários e quebrados das massas, que, em conjunto, impulsionam movimentos ou tendências de deslocamento variáveis no tempo e espaço. V. MANDELBROT, Benoit; HUDSON, Richard. *Op. Cit.*, p. 111-114.

⁶⁸⁴ MANDELBROT, Benoit; HUDSON, Richard. *Op. Cit.*, p. 20-24.

⁶⁸⁵ SEN, Amartya. *Sobre ética e economia*. Trad. Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 1999, p. 55. A utilização de uma base social única de mensuração de riqueza - utilidades - para nortear o comportamento humano assemelha-se a uma “ficção comunista”, conforme crítica de Hannah Arendt, segundo a qual “*não Karl Marx, mas os próprios economistas liberais tiveram de introduzir a ‘ficção comunista’, isto é, supor a existência de um único interesse da sociedade como um todo, que com ‘uma mão invisível’ guia o comportamento dos homens e produz a harmonia de seus interesses conflitantes*” (ARENDRT, Hannah. *A condição humana*. Trad. Roberto Raposo. 11. ed. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2011, p. 53).

Trata-se da adoção de uma abordagem filosófica sem considerações normativas ou de “economia positiva”, em que se crê em resultados sociais eficientes a partir da atuação lógica e racional dos agentes econômicos ao participar do mercado, sem interferência exógenas e preocupações distributivas diretas, porque o importante é o atingimento da maximização do bem-estar social através dos mercados.

Posto isso, a confiança no mercado como instância social ótima ou a escolha deliberada da desregulação pelo Estado pressupõe, portanto, que as pessoas, autointeressadas e razoavelmente bem informadas, sempre se comportam de forma racional no mundo real dos mercados⁶⁸⁶ e que isso gera os melhores resultados sociais, sem que, para isso, seja necessário recorrer teoricamente a juízos valorativos.

O recurso mais caro aos adeptos da “economia positiva” é a menção ao já citado ótimo de Pareto, caracterizado quando a dotação econômica global de bens é eficiente no espectro das utilidades quando ninguém pode ver sua situação melhorada sem que haja a piora de outra pessoa independentemente de considerações distributivas, ou seja, o ótimo de Pareto é o único critério de julgamento dos resultados sociais alocativos e o comportamento auto-interessado racional é a única base da escolha econômica.⁶⁸⁷

Ora, em que pesem os esforços teóricos dos defensores da teoria econômica neoclássica, suas premissas são frágeis, há inconsistências graves e não há a correspondência da descrição do “homem econômico maximizador” no comportamento real das pessoas.

Vale dizer, as pessoas não são máquinas maximizadoras (e não são absolutamente racionais), as escolhas podem conter juízos éticos e o impulso fundamental da escolha com fins otimizadores, mormente nos mercados complexos, caracterizados pela informação seletiva e assimétrica, é dado com base em probabilidades e análise de riscos, vale dizer, a escolha racional é limitada pela própria natureza dos mercados.

Não obstante, a própria condição de liberdade das pessoas, leia-se, o comportamento real das pessoas, pode levar ao cometimento de erros, provocar escolhas em cenários com informação inadequada, traduzir experimentação ou significar falta de

⁶⁸⁶ SEN, Amartya. *Sobre ética e economia*. Trad. Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 1999, p. 26.

⁶⁸⁷ SEN, Amartya. *Sobre ética e economia*. Trad. Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 1999, p. 49-50.

compreensão da realidade, etc., de modo que a maximização do autointeresse não reflete sempre o comportamento humano.

Em razão disso, o ideal de maximização resultante do autointeresse demonstra-se, com isso, muito relativo face à realidade comportamental e os dilemas enfrentados pelas pessoas no exercício de suas escolhas. Inclusive, há estudos empíricos comportamentais que revelam inconsistências na apreciação de riscos e na avaliação de decisões alternativas pelas pessoas em situações de incerteza.⁶⁸⁸

Além disso, a dimensão moral e os diversos bens jurídicos são reduzidos, pela abordagem utilitarista, a uma “magnitude descritiva homogênea (como se supõe que seja a utilidade), e então a avaliação ética simplesmente assume a forma de uma transformação monotônica dessa magnitude”,⁶⁸⁹ como se houvesse uma racionalidade unidirecional dos agentes econômicos, de modo que a filosofia própria do utilitarismo “não apenas se esquivou da análise econômica normativa como também teve o efeito de deixar de lado uma variedade de considerações éticas complexas que afetam o comportamento humano real”.⁶⁹⁰

Embora seja correta e legítima a ideia de que as pessoas buscam o melhor para si, ou seja, perseguem o autointeresse⁶⁹¹, o “melhor para si” não é tão trivial e não pode ser mensurado de forma homogênea e abstrata por uma medida única de utilidades, baseada em desejos ou satisfação pessoal. Juízos normativos não inevitáveis a respeito do comportamentos das pessoas e dos resultados sociais no âmbito dos mercados.

⁶⁸⁸ Cf. SEN, Amartya. *Op. Cit.*, p. 85.

⁶⁸⁹ SEN, Amartya. *Op. Cit.*, p. 77.

⁶⁹⁰ SEN, Amartya. *Op. Cit.*, p. 23. Sobre a necessidade de incorporar elementos normativos na análise econômica e justificar a regulação para proteger bens coletivos, vale destacar a opinião de Luís Cabral de Moncada, *in verbis*: “*Se a perspectiva econômica for apenas a do individualismo metodológico que considera a sociedade como uma simples agregação de indivíduos de costas voltadas uns para os outros e caracterizados por uma determinada conduta racional, na sequência do utilitarismo de Bentham, não logramos a lógica específica da intervenção estatal na economia. Este encara a escolha econômica do ponto de vista coletivo e não apenas individual. A utilidade prosseguida pela intervenção é também a coletiva e por isso a visão que se tem da atividade econômica pede fontes normativas e não apenas contratuais*” (MONCADA, Luís de Cabral de. *Manual elementar de direito público da economia: uma perspectiva luso-brasileira*. Coimbra: Almedina, 2012, p. 21).

⁶⁹¹ Importa frisar, conforme Amartya Sen, o fato de que “*pode não ser de todo absurdo afirmar que a maximização do auto-interesse não é irracional, pelo menos não necessariamente, mas asseverar que tudo o que não for maximização do auto-interesse tem de ser irracional parece absolutamente insólito*”. Segundo ele, a questão essencial cinge-se a aferir se “*existe ou não uma pluralidade de motivações ou se unicamente o auto-interesse rege os seres humanos*”, cf. SEN, Amartya. *Sobre ética e economia*. Trad. Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 1999, p. 31-36, *passim*.

Por tal razão, “o critério da otimalidade de Pareto é um modo extremamente limitado de avaliar a realização social”,⁶⁹² assim como a utilidade é categoria que não se mostra capaz de servir de parâmetro de comparação interpessoal, vale dizer, a “influência das circunstâncias contingentes sobre a matéria da utilidade é apenas um reflexo de um problema mais básico: a insuficiente profundidade do critério da felicidade ou satisfação de desejos ao julgar-se o bem-estar da pessoa”.⁶⁹³ O denominado “bem-estar” demanda, necessariamente, um juízo de valoração social a respeito dos resultados dos mercados; jamais a eficiência paretiana por si só.⁶⁹⁴

Por fim, há de se reiterar que a noção de utilidade não demonstra sensibilidade ou atribui relevância a direitos ou liberdades, eis que: (i) indiferente a valores, (ii) além de seguir a lógica da soma e (iii) buscar tendências de maximização independentemente de considerações distributivas, ou seja, as utilidades não têm valor intrínseco.⁶⁹⁵

⁶⁹² SEN, Amartya. *Op. Cit.*, p. 51.

⁶⁹³ SEN, Amartya. *Op. Cit.*, p. 62.

⁶⁹⁴ Tendo em vista as críticas ao ótimo de Pareto, adveio, posteriormente, o critério de julgamento de eficiência denominado *Kaldor-Hicks*, segundo o qual só se deve mudar a alocação de recursos sociais na hipótese em que alguém melhora e ninguém piora, isto é, quando a mudança alocativa gera ganhos sociais líquidos porque os benefícios superam os custos. Assim, o aumento agregado de eficiência social seria justificado e compensaria a perda relativa de utilidade de alguns em detrimento do ganho de utilidade de outros na nova alocação de recursos sociais, cf. RODRIGUES, Vasco. *Op. Cit.*, p. 64. Embora tal critério introduza na discussão a excelente ideia de análise de custo-benefício nas decisões sobre mudanças alocativas de recursos sociais, as desvantagens da filosofia utilitarista subjacente subsistem, de modo que tal critério é insuficiente aos propósitos de justificação da regulação. Assim, a proposta da dissertação vai ao encontro da defesa de um ideal de devido processo em matéria econômica como fundamento da regulação, segundo formulação feita por Calixto Salomão Filho, similar à ideia de razão prática regulatória. Segundo esse doutrinador: “*pouco importa se o resultado final será um aumento ou decréscimo de riqueza global (Pareto) ou, ainda, que exista essa possibilidade teórica de compensação (Kaldor-Hicks). O que importa é a existência de uma relevância social na atividade, que faz com que ela não possa ser prestada pelos particulares sem efeitos distributivos perversos*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 34). Nesse sentido, segundo Calixto Salomão Filho, a regulação passa a conter fundamentação institucional autônoma e desvinculada das razões teóricas específicas da teoria econômica neoclássica, ou, em outras palavras, a justificação da regulação adquire um caráter mais igualitário, restando, apenas, “*definir o modo de compatibilização de toda forma de regulação com os valores histórica, social e constitucionalmente estabelecidos no sistema brasileiro*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 36). Douglass C. North traz perspectiva similar, ao sugerir a substituição do paradigma de eficiência alocativa pela ideia de eficiência adaptativa na avaliação dos progressos das instituições. V. NORTH, Douglass. C. *Op. Cit.*, p. 80.

⁶⁹⁵ A principal crítica de John Rawls aos utilitaristas consiste, principalmente, na ênfase dada por esses teóricos à maximização total do bem-estar social sem considerar o aspecto de justiça distributiva do bem-estar entre os cidadãos. Enquanto o utilitarismo tem caráter teleológico, porquanto focado nas consequências em termos de bem estar geral e não na correção da ação moral ligada ao justo (primazia do bem sobre o justo), a teoria da justiça particular preconizada por John Rawls dá prioridade ao justo relativamente ao bem, ou seja, a “*prioridade do justo em relação ao bem acaba sendo a característica central da concepção da justiça como equidade*” (RAWLS, John. *Uma teoria da Justiça*. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002, p. 34) ou, sob outra perspectiva, “*a justiça tem primazia sobre a eficiência*”

Pois bem, sem prejuízo das críticas acima formuladas, os estudos feitos com base na teoria econômica neoclássica geraram efeitos positivos nas instituições, ao introduzir na discussão sobre a regulação da estrutura básica da sociedade a preocupação com as consequências sistêmicas das decisões regulatórias na alocação dos recursos sociais na economia.

Ainda que seus pressupostos sejam frágeis em termos empíricos e valorativos,⁶⁹⁶ a busca individual do interesse próprio, através do exercício da autonomia, é um traço marcante das sociedades capitalistas liberais.

Em conclusão, os esforços das instituições não podem prescindir da análise alocativa e distributiva das consequências sistêmicas das decisões regulatórias, na medida em que toda e qualquer iniciativa regulatória, em um sistema de liberdades econômicas, deve buscar os melhores resultados possíveis *vis-à-vis* os objetivos estabelecidos com fundamento na equação liberal-igualitária de justiça.

Isso requer, em essência, uma avaliação empírica e valorativa do objeto da regulação, além de senso de realidade sobre as deficiências estruturais, distorções e incentivos existentes no mercado a ser regulado, assim como a análise dos fatores que podem afetar os resultados pretendidos, com a construção pública e transparente de diagnósticos e prognósticos para o exercício do controle político e social da regulação.

Essas diretrizes sintetizam a ideia de razão prática regulatória, que, não obstante a priorização da livre iniciativa econômica sobre paternalismos próprios de valores perfeccionistas e exigências de bem comum, não está subordinada a nenhuma teoria econômica específica, é contextual e consequencialista, em conformidade com a ideia de razão prática de John Rawls.

3.1.2 Falhas de mercado.

(*Ibid.* p. 84). De forma mais objetiva, importa trazer a crítica de Will Kymlicka ao pensamento utilitarista, o que vai ao encontro da opinião rawlsiana no sentido de que é necessária “*uma teoria de parcelas equitativas antes dos cálculos de utilidade, pois há limites para a maneira como os indivíduos podem ser legitimamente sacrificados para o benefício dos outros. Para tratar as pessoas como iguais, devemos protegê-las em sua posse de certos direitos e liberdades*” (KYMICKA, Will. *Filosofia política contemporânea: uma introdução*. São Paulo: Martins Fontes, 2006, p. 63).

⁶⁹⁶ Segundo Calixto Salomão Filho, “*o que a teoria neoclássica aplicada ao direito pretende é, na verdade, atribuir valor absoluto às premissas econômicas, capazes de indicar diretamente o sentido das regras jurídicas, sem que isso possa ser contestado com base em considerações valorativas ou distributivas. Isso é feito através da utilização de conceitos econômicos aos quais se pretende atribuir certeza matemática*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial: as estruturas*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 29).

A despeito de algumas classificações para o estudo das falhas de mercado,⁶⁹⁷ prevalece a ideia de que elas podem ser divididas em quatro categorias, todas presentes no âmbito do sistema financeiro e mutuamente relacionadas, a saber: (i) estrutura com grau de concentração econômica atributiva de poder de mercado; (ii) externalidades; (iii) bens públicos; e (iv) assimetrias informacionais graves⁶⁹⁸. Todas elas serão analisadas, em sequência, a partir de agora.

3.1.2.1 Poder de mercado: concorrência e regulação sistêmica de conglomerados financeiros.

Por sua natureza, o sistema financeiro possui um alto grau de concentração econômica se comparado com quase todos os demais setores econômicos, sendo essa uma evidência notória e histórica na grande maioria dos países do mundo, que se consolidou ao longo do tempo, estruturalmente, em grandes conglomerados financeiros⁶⁹⁹ ou, segundo a nomenclatura oficial brasileira, em estruturas de bancos múltiplos.⁷⁰⁰

E a justificativa econômica desse fenômeno estrutural pode ser atribuída à instabilidade intrínseca dos mercados financeiros.⁷⁰¹

⁶⁹⁷ Segundo Fábio Nusdeo, há seis falhas de mercado identificáveis, a saber: (i) rigidez de fatores de produção; (ii) acesso assimétrico às informações relevantes; (iii) falhas de estrutura relativa ao poder econômico; (iv) externalidades; (v) bens públicos; e (vi) custos de transação. V. NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011, p. 138-167.

⁶⁹⁸ V. RODRIGUES, Vasco. *Op. Cit.*, p. 61-64.

⁶⁹⁹ A essência do surgimento dos conglomerados financeiros pode ser sintetizada da seguinte forma, *in verbis*: “O exercício da actividade bancária espalha-se por diversas manifestações de natureza financeira, tendo em vista a concretização do denominado modelo de banca universal. Esse modelo não implica, necessariamente, que a mesma entidade exerça todas as operações ou actividades englobadas no conjunto, mas determina, na generalidade dos casos, que diversas entidades se agreguem, sob variadas formas, na prossecução dos objectivos comuns. Emergem, então, os grupos bancários ou financeiros, traduzindo conjuntos de entidades jurídicas que se interligam na prossecução desses objectivos comuns, definidos por um mesmo centro de decisão” (FERREIRA, António Pedro A. *O Governo das Sociedades e a Supervisão Bancária – Interacções e Complementaridades*. Lisboa: Quid Juris, 2009, p. 83).

⁷⁰⁰ A possibilidade de constituição de banco múltiplo, isto é, a faculdade de englobar diversas atividades financeiras em uma única instituição financeira centrada em um banco, sem prejuízo da segregação da regulação para cada tipo de atividade financeira, foi autorizada, inicialmente, pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.524, de setembro de 1988, posteriormente revogadas as suas disposições pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.099, de 1994.

⁷⁰¹ Em essência, conforme enfatizado ao longo da dissertação, a atividade financeira insere-se em um sistema complexo de mercado caracterizado pela instabilidade intrínseca, no qual os processos de intermediação financeira e gestão de riscos financeiros, além de envolver recursos de terceiros, são

Não obstante, devido à própria natureza da atividade financeira, justifica-se a imposição de requisitos rígidos – mas não excessivos⁷⁰² - de regulação de entrada e funcionamento de instituições financeiras,⁷⁰³ a fim de permitir somente a atuação de instituições financeiras economicamente viáveis, capazes de atender a diversas exigências regulatórias técnicas relacionadas à demonstração de capacidade financeira-patrimonial, além da necessidade de monitoramento contínuo da manutenção dessa capacidade pelas instituições financeiras autorizadas para que o sistema financeiro não tenha o seu funcionamento comprometido, em termos de solvência e liquidez.

Sem prejuízo das barreiras normativas à entrada mencionadas acima, há dois fatores principais desincentivam a entrada de novos concorrentes, a saber: (i) os custos relativamente baixos de expansão da oferta de produtos e serviços financeiros nos mercados pelas instituições financeiras já estabelecidas, ou seja, demandas adicionais por produtos e serviços financeiros são prontamente atendidas a baixos custos operacionais; e (ii) a existência consolidada de marcas designativas das instituições financeiras em funcionamento, que geram maior confiança e, conseqüentemente, maior fidelização dos consumidores, ou seja, os custos de consolidação da marca de uma nova

conduzidos entre os agentes financeiros com múltiplas vinculações. Por tal razão, a idoneidade financeira e a confiança mútua entre os agentes é fundamental para um adequado funcionamento dos mercados financeiros, de modo que qualquer fonte de instabilidade traz prejuízos ao sistema, o que pode gerar risco sistêmico. Fernando José Cardim de Carvalho define risco sistêmico como a “*possibilidade de que um choque localizado em algum ponto do sistema financeiro possa transmitir-se ao sistema todo e, eventualmente, levar a um colapso da própria economia*” (CARVALHO, Fernando José Cardim de. *Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos de Basiléia*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 121).

⁷⁰² É legítimo que o direito à entrada em mercados socialmente relevantes seja limitado pela regulação mediante o condicionamento à prévia autorização administrativa (art. 170, parágrafo único, da Constituição brasileira de 1988). No entanto, “*não pode o Legislador ou a Administração Pública disciplinar tal autorização de forma que inviabilize ou torne excessivamente restritiva, para uma atividade da iniciativa privada, a entrada no mercado regulado ou a sua permanência nele*” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Atividades Privadas Regulamentadas*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 177).

⁷⁰³ A propósito das barreiras normativas à entrada e da regulação de funcionamento nos mercados financeiros (regulação de acesso e permanência), Calixto Salomão Filho faz as seguintes considerações, *in verbis*: “*Essa regulamentação visa a garantir a hígidez e segurança do mercado. Esse é o fundamento das regras de controle. O problema é que, para chegar a essa garantia de segurança, cria normalmente, por si só, condições propícias à formação de posições dominantes. Limitado o acesso, protegido estará o setor da concorrência externa. Por outro lado, as condições de permanência, voltadas à garantia da poupança ou segurança dos cidadãos, levam a regulamentação a privilegiar as empresas sólidas e de grande dimensão. (...) Em matéria de regulação do sistema financeiro é comum encontrar a afirmação de que não é conveniente restringir ou limitar estruturas monopolísticas ou oligopolísticas de grandes bancos ou instituições financeiras, pois isso seria contrário à hígidez do sistema. Além de ilógica, essa afirmação encerra enorme confusão conceitual. A garantia de hígidez de instituições financeiras se faz através de requisitos organizativos internos, ou seja, normas sobre capital mínimo, alavancagem etc.*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 59-60).

instituição financeira são relativamente altos, ainda que os produtos e serviços financeiros não estejam submetidos a regime de exclusividade por patentes.

Por fim, no caso do Brasil, a existência de bancos públicos e agências de fomento também representa um fator institucional de inibição à entrada, haja vista a incomparável capacidade financeira do Estado em relação a qualquer agente financeiro privado.

A título ilustrativo, o último Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil atesta que a participação de mercado dos bancos públicos, excluído o BNDES, em termos de conglomerados no setor bancário, foi superior a dos bancos privados nacionais no segundo semestre de 2012, além de evidenciar que os quatro maiores bancos brasileiros (RC4) possuem 69,72% dos ativos totais, 72,25 % das operações de crédito e 75,05% dos depósitos totais, o que representaria, segundo o documento, um nível de moderada concentração.⁷⁰⁴

Pois bem, quando se analisa estruturas concentradas que assumem a forma de oligopólio,⁷⁰⁵ logicamente se percebe que o processo de formação de preços nos mercados é influenciado, significativamente, pelos participantes com maior poder econômico, os quais interagem através de estratégias de ação e reação baseadas na observação do comportamento dos demais participantes em relação ao preço e quantidade dos produtos e serviços oferecidos, sobretudo em mercados mais homogêneos.⁷⁰⁶

Assim, em tese, a homogeneidade dos produtos e serviços financeiros pode gerar maior concorrência no setor bancário, já que a busca por novos consumidores tenderia a

⁷⁰⁴ Informações contidas no Relatório de Estabilidade Financeira do Banco Central do Brasil, referente ao segundo semestre de 2012 (página 45). Disponível em: http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2013_03/refP.pdf. Acesso em 03.04.2013. Logo, dentro de um universo de 160 participantes (137 bancos múltiplos, 22 bancos comerciais e 1 Caixa Econômica Federal), os quatro maiores participantes possuem mais de 70% do mercado. O número de participantes encontra-se em relatório sobre a evolução do Sistema Financeiro Nacional do mês de março de 2013, produzido pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/deorf/d201303/Quadro%2001%20-%20Quantitativo%20de%20institui%C3%A7%C3%B5es%20por%20segmento.pdf>. Acesso em 03.04.2013.

⁷⁰⁵ Oligopólio é uma estrutura de mercado na qual há poucos ofertantes de produtos ou serviços.

⁷⁰⁶ VARIAN, Hal. *Microeconomia: princípios básicos*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999, p. 493. Nesse campo, a teoria dos jogos tem servido como instrumento eficaz de explicação do modo pelo qual ocorre a interação estratégica entre os participantes do mercado. Com efeito, as estratégias podem ser variadas e é possível evidenciar que determinadas estruturas de decisão podem gerar problemas alocativos decorrentes da ausência de coordenação, máxime quando não se sabe, com clareza e segurança, qual será a ação dos demais participantes. V. VARIAN, Hal. *Op. Cit.*, p. 518-523, *passim*.

pressionar a redução de tarifas bancárias e taxas de juros. No entanto, uma característica marcante dos oligopólios com produtos homogêneos é a tendência a acordos tácitos de preços e quantidades oferecidas pelos produtos e serviços, a fim de manter uma razoável margem de lucro de todos os participantes do mercado na medida em que a concorrência tende a diminuir tais margens.

Devido ao relacionamento institucional necessário e contínuo entre os agentes financeiros nos mercados ao longo do tempo, cuja atuação mútua se baseia na confiança e em jogos repetidos sem fim predeterminado,⁷⁰⁷ há um incentivo forte a acordos tácitos ou cartéis.

Quanto ao ponto, é pertinente destacar o movimento recente de redução de tarifas bancárias e taxas de juros de contratos de concessão de crédito bancário pelos bancos públicos.⁷⁰⁸

Somente uma estratégia política guiada pelo Ministério da Fazenda foi capaz de quebrar o acordo tácito em torno dos preços até então praticados, embora não se tenha conhecimento público de nenhum trabalho oficial que tenha sido produzido para mensurar, previamente, os impactos regulatórios dessas mudanças no sistema financeiro nacional, notadamente sobre: (i) o risco de inadimplência, (ii) a geração de incentivos

⁷⁰⁷ Em estruturas de mercado baseadas em “jogos repetidos”, há uma tendência de que cada participante preze pela criação de uma reputação para cooperação a fim de encorajar o outro a fazer o mesmo, de modo que a viabilidade ou não desse tipo de estratégia dependerá se o jogo é jogado por um número fixo ou indefinido de vezes, isto é, os jogadores tendem a cooperar porque possuem confiança entre si e esperam a manutenção da cooperação ao longo do tempo nos jogos indefinidos. V. VARIAN, Hal. *Op. Cit.*, p. 524. Nesse sentido, a estrutura oligopolista de determinados segmentos do sistema financeiro incentiva práticas tacitamente concertadas e/ou estratégias cooperativas de mercado, sobretudo porque “olhar para o comportamento do outro, seja adversário, seja co-partícipe em qualquer forma de interação social, antes de ser uma forma de descobrir comportamentos aconselháveis, é um modo de adquirir conhecimento” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 89). Logo, é possível inferir que: (i) o número relativamente pequeno de participantes em determinados segmentos financeiros, (ii) um grau de simetria razoável de informações financeiras sobre os comportamentos recíprocos e (iii) a relação continuada entre eles tendem a gerar algum grau de cooperação tácita, cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 98-99.

⁷⁰⁸ É de se ter presente que a atuação dos bancos públicos é nebulosa se não acompanhada da demonstração transparente dos propósitos e dos resultados (prestação pública de contas) relativos aos financiamentos concedidos para o desenvolvimento de projetos em atividades econômicas reputadas socialmente relevantes, sem perder de vista que o lucro não pode ser negligenciado. Conforme evidenciado pelos estudiosos do tema: “a literatura sobre bancos públicos é extensa, embora pouco conclusiva. Além de buscar determinar se os bancos públicos são mais ou menos eficientes do que os privados, a literatura procura avaliar a contribuição dos bancos públicos ao aprofundamento dos mercados financeiros. A rigor, porém, as conclusões não são definitivas”. GIAMBIAGI, Fábio; LEAL, Gil Bernardo Borges; MOREIRA, Maurício Mesquita; FAVERET FILHO, Paulo de Sá Campello. *O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 269.

positivos e negativos, (iii) mudanças estruturais prováveis e (iv) possíveis riscos sistêmicos.

Ademais, é evidente que, além do mero impulso à expansão mais barata do crédito e a cobrança de tarifas bancárias mais baixas, há uma intenção de incentivar o consumo das famílias com objetivos político-eleitorais evidentes.

No final de 2012, as taxas de juros cobradas de pessoas físicas atingiram a mínima da série histórica produzida pelo Banco Central do Brasil desde 1994,⁷⁰⁹ devidamente acompanhada, por outro lado, pelo maior nível de inadimplência já registrado para empresas e pessoas físicas para esse tipo de contrato bancário, conforme série histórica iniciada em 2000, também produzida pelo Banco Central do Brasil.⁷¹⁰

Em essência, a relação entre concorrência e regulação do sistema financeiro é complementar, tênue⁷¹¹ e dinâmica, pois envolve dilemas relativos, principalmente, ao diálogo entre estrutura *versus* concorrência e estabilidade *versus* eficiência.⁷¹²

A título elucidativo quanto à realidade brasileira, desde o advento da Constituição brasileira de 1988, com a extinção do sistema rígido e ineficiente de cartas patentes limitadas no setor bancário, instituiu-se um sistema financeiro concorrencial mais aberto, em que a constituição de um banco não estava mais sujeita à aquisição de uma carta patente, mas a uma autorização específica, de caráter inegociável e intransferível, disponível a qualquer instituição financeira que preenchesse os requisitos de regulação de entrada estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional e Banco Central do Brasil.⁷¹³

⁷⁰⁹ Conforme notícia intitulada “Juros bancários de pessoa física são os menores em 18 anos, revela BC”. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2012/09/juros-bancarios-de-pessoa-fisica-sao-os-menores-em-18-anos-revela-bc.html>. Acesso em 10.12.2012.

⁷¹⁰ Segundo matéria publicada no mesmo dia da citação anterior, intitulada “Inadimplência segue no maior patamar desde junho de 2000, diz BC”. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/seu-dinheiro/noticia/2012/09/inadimplencia-segue-no-maior-patamar-desde-junho-de-2000-diz-bc.html>. Acesso em 10.12.2012.

⁷¹¹ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 21.

⁷¹² Cf. MELLO, João Manoel Pinho de. *Estrutura, concorrência e estabilidade*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 113.

⁷¹³ O sistema de regulação de entrada somente condicionada aos requisitos impostos pelas autoridades financeiras reguladoras do Sistema Financeiro Nacional estava disposta da seguinte maneira pelo texto original da Constituição brasileira de 1988, com destaque para o parágrafo 1º, *in verbis*: “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá, inclusive, sobre: I -

Ademais, permitiu-se a instalação de instituições financeiras estrangeiras no Brasil, respeitadas as regras do art. 52 do Ato Constitucional das Disposições Transitórias da Constituição brasileira de 1988,⁷¹⁴ sem prejuízo de que os bancos públicos, dotados de personalidade jurídica de direito privado, sujeitam-se a um regime constitucional concorrencial, nos termos do art. 173 da Constituição brasileira de 1988.

Dito isso e retomada a questão, pode-se dizer que o recurso à ideia de razão prática regulatória é mais do que apropriado.

De um lado, sabe-se que uma maior concorrência gera tendências a uma maior instabilidade sistêmica⁷¹⁵ devido aos incentivos de atuação em mercados marginais e/ou redução das margens de retorno financeiro das instituições no mercado. Por outro lado, uma concentração excessiva pode gerar problemas de ineficiência ou risco moral.⁷¹⁶

Logo, somente uma análise contextual baseada na mensuração empírica e analítica das consequências sistêmicas prováveis da estrutura de mercado pode apontar para uma resposta plausível quanto ao nível de satisfação social dos resultados apresentados, até porque há evidências de que a relação entre estrutura e competição não é determinística,⁷¹⁷ mas variável,⁷¹⁸ além do que estruturas um pouco mais concentradas tendem a reduzir riscos sistêmicos.⁷¹⁹

a autorização para o funcionamento das instituições financeiras, assegurado às instituições bancárias oficiais e privadas acesso a todos os instrumentos do mercado financeiro bancário, sendo vedada a essas instituições a participação em atividades não previstas na autorização de que trata este inciso; II - autorização e funcionamento dos estabelecimentos de seguro, previdência e capitalização, bem como do órgão oficial fiscalizador e do órgão oficial ressegurador. § 1º - A autorização a que se referem os incisos I e II será inegociável e intransferível, permitida a transmissão do controle da pessoa jurídica titular, e concedida sem ônus, na forma da lei do sistema financeiro nacional, a pessoa jurídica cujos diretores tenham capacidade técnica e reputação ilibada, e que comprove capacidade econômica compatível com o empreendimento.

⁷¹⁴ O dispositivo prescreve que, até o advento da lei complementar de que trata o art. 192, são vedadas: (i) a instalação, no País, de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior (inciso I) e (ii) o aumento do percentual de participação, no capital de instituições financeiras com sede no País, de pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no exterior (inciso II). Por fim, aduz o parágrafo único que “a vedação a que se refere este artigo não se aplica às autorizações resultantes de acordos internacionais, de reciprocidade, ou de interesse do Governo brasileiro”.

⁷¹⁵ Cf. FREITAS, Maria Cristina Penido de. *Racionalidade da Regulamentação e Supervisão Bancária: Uma interpretação Heterodoxa*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 36.

⁷¹⁶ A noção de risco moral será explicada a seguir, mas por ora se afirma que, quanto mais sistemicamente importante for a instituição financeira, maior a probabilidade de ela ser ajudada de algum modo pelo Estado em caso de dificuldades, o que é fator de desincentivo a uma atuação empresarial mais eficiente.

⁷¹⁷ MELLO, João Manoel Pinho de. *Op. Cit.*, p. 117-118.

⁷¹⁸ Tanto a concorrência quanto as necessidades de regulação são variáveis, cf. MARQUES, Maria Manuel Leitão; ALMEIDA, João Paulo Simões de; FORTE, André Matos. *Concorrência e regulação (a*

Sem embargo, é importante frisar que nem sempre a regulação afeta a concorrência, assim como a regulação pode promover a concorrência, mormente quando estimula ou impõe deveres de transparência de informação financeira aos agentes financeiros de mercado.⁷²⁰

Por fim, observou-se que, no contexto posterior da crise imobiliária *subprime* norte-americana, o Brasil passou por um processo de aumento de participação dos bancos públicos no mercado financeiro, haja vista a expansão sistêmica de crédito liderada por eles nos últimos anos, sem deixar de mencionar a autorização legal temporária⁷²¹ para a constituição de subsidiárias e a aquisição de participação em instituições financeiras sediadas no Brasil, nos termos da Lei nº 11.908, de 2009, enquanto resultado de conversão da Medida Provisória nº 443, de 2008.⁷²²

3.1.2.2 Assimetrias de informação financeira.

Os mercados financeiros envolvem riscos e incertezas, o que repercute nos fluxos financeiros e nos processos de formação de preços de mercado, influenciados por participantes heterogêneos. A detenção e disponibilidade de informações é totalmente assimétrica, assim como os métodos de gestão de riscos.

A propósito, pode-se dizer não ser incomum que a grande maioria dos pretensos participantes do mercado financeiro sejam influenciados por intermediários financeiros, que não disponibilizam todas as informações necessárias a uma escolha financeira consciente devido ao interesse econômico próprio desse agente financeiro por determinada escolha.

relação entre a autoridade da concorrência e as autoridades de regulação sectorial). Coimbra: Coimbra, 2005, p. 8.

⁷¹⁹ Cf. MELLO, João Manoel Pinho de. *Op. Cit.*, p. 114.

⁷²⁰ MARQUES, Maria Manuel Leitão; ALMEIDA, João Paulo Simões de; FORTE, André Matos. *Op. Cit.*, p. 9.

⁷²¹ O art. 2º, §4º, da Lei nº 11.908, de 2009, estipulou prazo de validade dessa autorização legal até 30 de junho de 2011, podendo ser prorrogada por até 12 (doze) meses, mediante ato do Poder Executivo. Com o transcurso do tempo, a referida autorização já expirou.

⁷²² Quanto ao ponto, não se pode esquecer, no âmbito privado, da operação societária que resultou no maior conglomerado financeiro do país em valor de mercado, qual seja: o Banco Itaú-Unibanco.

Dito isso, ordinariamente, apontam-se quatro fontes principais de geração de informação assimétrica, a saber: (i) a relação *principal-agent*; (ii) o risco moral ou *moral hazard*; (iii) seleção adversa; e (iv) sinalização.

Basicamente, a relação *principal-agent* envolve conflitos de interesse entre participantes do mercado, sobretudo entre consumidores e intermediários financeiros, em que a assimetria de informações conjuga-se a interesses diversos.

A título exemplificativo, conflitos de interesses na relação *principal-agent* podem surgir nas seguintes situações: (i) empregados de uma corretora de valores mobiliários incentivam operações financeiras de curto prazo para receber mais taxas de corretagem, ao invés de sugerir operações mais rentáveis de longo prazo, com menores giros financeiros; (ii) gerentes de bancos que oferecem produtos e serviços financeiros de acordo com os bônus mensais gerados pela concretização de determinadas vendas, desconsiderando o perfil do cliente bancário; ou (iii) os potenciais conflitos de interesse que envolvem membros da Diretoria executiva de uma instituição financeira e os acionistas minoritários, pois aqueles podem decidir incorrer em mais riscos financeiros para perseguir lucros e respectivos bônus corporativos de curto prazo, em detrimento da expansão sustentável e lucrativa de uma instituição financeira ao longo dos anos, o que influencia o valor da posição acionária dos minoritários.

Outra espécie de assimetria de informação financeira é o risco moral (*moral hazard*), que se materializa quando os efeitos da assimetria informacional incentivam a prática de condutas oportunistas ou a assunção de maiores riscos porque se percebe a possibilidade de transferência de responsabilidades ou custos a terceiros sem que haja sanções proporcionais correspondentes.

Essa é a modalidade clássica que fundamenta a ideia do *too big to fail*, pois instituições financeiras sistemicamente importantes compreendem sua importância para o sistema e, por isso, tendem a assumir mais riscos, pois sabem que a probabilidade do socorro (*bailout*) do Estado em momentos de maior instabilidade financeira é grande, isto é, sentem-se mais seguras a assumir maiores riscos financeiros.

Por sua vez, a seleção adversa é verificada quando, por ausência de informação adequada, não se consegue atribuir preço adequado em determinado mercado por falta de compreensão quanto à diferenciação de produtos ou serviços nele oferecidos.

O exemplo mais conhecido dessa modalidade é dado no mercado de carros usados, em que é difícil atribuir preço a um carro bem ou mal conservado. Um exemplo melhor de seleção adversa no sistema bancário consiste no fato de que a diminuição de

taxas de juros de empréstimos tende a atrair, com maior intensidade, os maus pagadores, pois os bons pagadores não têm o costume de assumir dívidas e, se assumem, tendem a pagar pontualmente.

Por fim, há o fenômeno da sinalização, que é provocado quando há uma intenção deliberada de influenciar terceiros através da difusão de determinadas informações, a fim de manipular a percepção sobre a realidade e, conseqüentemente, a decisão dos participantes do mercado.

Quanto às assimetrias de informação, as autoridades reguladoras financeiras assumem um papel complementar de coordenação do mercado no sentido de conduzir processos de disponibilização e acesso adequado de informações sobre produtos e serviços financeiros, a fim de permitir escolhas mais conscientes dos consumidores financeiros, o que também estimula a educação e a inclusão financeira das pessoas.

A título ilustrativo, sem prejuízo dos atos normativos praticados ao longo dos últimos anos pelas autoridades reguladoras financeiras, a fim de padronizar preços de tarifas bancárias, com destaque para a Resolução nº 3.919 do Conselho Monetário Nacional de, de 2010⁷²³, no presente ano de 2013, foram editadas três Resoluções do Conselho Monetário Nacional que aumentaram a transparência de informações sobre serviços bancários, operações de crédito e de câmbio.⁷²⁴

Sem embargo, digna de menção é a criação recente de um Departamento de Supervisão de Condutas pelo Banco Central do Brasil, vinculado à Diretoria de Fiscalização, cujo objetivo é monitorar a aderência comportamental das instituições fiscalizadas pela Autarquia às normas editadas no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, em reforço ao comprometimento institucional com as diretrizes regulatórias de estímulo à transparência de informação sobre produtos e serviços financeiros.

⁷²³ Consultas sobre tarifas bancárias cobradas por instituições financeiras podem ser feitas no sítio eletrônico do Banco Central do Brasil no seguinte endereço: <http://www.bcb.gov.br/?TARIFA>. Acesso em 01.04.2013.

⁷²⁴ Respectivamente, a Resolução nº 4.196 do Conselho Monetário Nacional dispõe sobre o dever de acesso a informações referentes a cláusulas de contratos bancários de conta corrente, enquanto a Resolução nº 4.197 do Conselho Monetário Nacional trata, basicamente, do dever de acesso a informações sobre o Custo Efetivo Total (CET) nas operações de crédito ou arrendamento financeiro e, por fim, a Resolução nº 4.198 do Conselho Monetário Nacional disciplina o acesso de informações acerca do Valor Efetivo Total (VET) contratado em operações de câmbio. Fonte: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/cmn-aprova-medidas-para-aumentar-a-transparencia.aspx>. Acesso em 01.04.2013.

Portanto, instituiu-se um modelo de estrutura de regulação ou supervisão comportamental que funciona em conjunto com uma estrutura de regulação financeira prudencial feita pelo Banco Central do Brasil, baseado no modelo *twin peaks*.⁷²⁵

Por fim, registre-se a validade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor (art.3º, §2º, da Lei nº 8.078, de 1990) aos consumidores financeiros, reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal,⁷²⁶ o que reforça a legitimidade da regulação financeira quanto à informação disponibilizada pelos agentes participantes do Sistema Financeiro Nacional aos cidadãos, a fim de estimular escolhas financeiras mais conscientes.

3.1.2.3 Externalidades.

Externalidades podem ser definidas como todo efeito externo às partes de uma relação econômica, isto é, significam a repercussão de eficácia material de uma operação econômica sobre terceiros, que podem usufruir benefícios (externalidade positiva) ou incorrer em custos (externalidades negativas) que não deram causa.

Os custos sociais decorrentes de crises financeiras são o exemplo mais notório dos efeitos de uma externalidade negativa que, gerada no mercado financeiro, afeta a sociedade como um todo.

Pois bem, a presença de ambas as externalidades devem receber um adequado tratamento preventivo em termos de responsabilização, no sentido de evitar que distorções nos incentivos econômicos e nos custos de transação⁷²⁷ possam afetar a estabilidade social.

Sendo assim, enquanto externalidades positivas tendem a estimular condutas oportunistas ao gerar um benefício auferível sem qualquer esforço individual direto, as externalidades negativas, que também traduzem regras inadequadas de responsabilização, geram custos ou danos a quem não contribuiu, emnexo causal, para o consumo do fato caracterizador dessa externalidade.

⁷²⁵ Informação constante do Relatório de Administração do Banco Central do Brasil de 2012, na página 93. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/Pre/Surel/RelAdmBC/2012/pdf/bcb_relatorio_da_administracao_2012.pdf. Acesso em 03.04.2013.

⁷²⁶ V. STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.591, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Carlos Velloso, Relator para Acórdão: Ministro Eros Grau, j. 07.06.2006, DJ 29.09.2006.

⁷²⁷ Segundo já exposto, custos de transação são os custos decorrentes da interação entre as partes na realização de um acerto econômico que transcendem a precificação do objeto da relação econômica. Para minimizar os custos de transação, é necessário, principalmente, estabelecer *ex ante* direitos e responsabilidades claros às partes envolvidas no objeto específico da relação econômica.

Em síntese, a existência de externalidades requer uma preocupação regulatória sistêmica fundamental com a análise do alinhamento dos efeitos dos incentivos econômicos percebidos pelos agentes econômicos *vis-à-vis* as consequências socialmente geradas, a fim de que a regulação atribua responsabilidades adequadas a cada qual. A propósito, isso demonstra que, além dos aspectos alocativos, o tratamento regulatório sistêmico das externalidades pode gerar impactos sociais distributivos.⁷²⁸

À evidência, a ação racional humana leva em conta os custos e os benefícios dos comportamentos possíveis no exercício das escolhas econômicas, o que tem especial relevância para evitar, através da regulação, a prática de condutas de transferência de riscos financeiros a terceiros ou a apropriação de benefícios financeiros sem justa razão, a fim de atenuar as probabilidades de risco sistêmico no âmbito da regulação financeira.

3.1.2.4 Bens públicos.

Os bens públicos ou coletivos (*public goods*), que têm um vínculo estreito com as externalidades positivas, dizem respeito a bens universalmente apropriáveis por todos sem distinção, isto é, todos podem usufruí-lo sem exclusão de ninguém.

Por exemplo, não há como precificar, estritamente, a segurança pública ou a liberdade de ir e vir, isto é, “as pessoas não podem comprar quantidades diferentes de defesa pública, têm de decidir, de alguma forma, por uma quantidade comum”⁷²⁹. Ninguém também pode comprar parcelas de estabilidade monetária, pois o controle sistêmico da inflação é um benefício universalizável e insuscetível de apropriação privada em caráter exclusivo.

Por envolver um benefício socialmente difuso, a existência de bens públicos envolvem riscos de não repartição equitativa dos custos sociais relacionados à sua manutenção, notadamente quando o sistema de atribuição de responsabilidades pelos custos sociais permite condutas oportunistas (*free rider* ou o efeito carona), que ocorre quando beneficiários do bem público adotam posturas não cooperativas ao não contribuir para as despesas comuns ou os custos dos bens públicos.

Esse é, inclusive, um dos fatores econômicos essenciais de legitimação da imposição de tributação sobre todos, além de consistir na justificativa para os custos de

⁷²⁸ Cf. SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 93.

⁷²⁹ Cf. VARIAN, Hal. *Op. Cit.*, p. 654.

gestão pública quanto à coordenação coletiva de incentivos econômicos sistêmicos, em prol da estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.⁷³⁰

3.1.2.5 Regulação pública não estatal e a autorregulação nos mercados financeiros: limites e possibilidades.

É inequívoco que os mercados financeiros possuem diversas falhas de mercado. Dito isso, será que há espaço para iniciativas espontâneas dos participantes do mercado para a construção institucional de soluções de correção dessas falhas fora da regulação estatal?

De início, é preciso esclarecer que o sentido e o alcance da definição de regulação não abrange regras de autorregulação de entidades associativas, “salvo se oriundos de delegação do Poder público, caso em que estaremos diante da regulação pública não-estatal”⁷³¹, ou seja, é possível a autorregulação não autorizada (privada) ou a autorizada pelos órgãos reguladores (pública não-estatal).⁷³²

A rigor, os processos de formação de preços de mercado, por si só, já consistem em mecanismos de coordenação de interesses econômicos entre os agentes financeiros, de maneira que a autorregulação ou a regulação pública não-estatal constituem reforços institucionais complementares de estímulo à cooperação legitimados pela iniciativa consentida dos próprios participantes de determinado mercado.⁷³³

Vale dizer, a regulação e a autorregulação e/ou regulação pública não estatal são faces da mesma moeda pois buscam, igualmente, um reforço de coordenação dos processos de mercado.⁷³⁴

⁷³⁰ Um regime monetário estável é um bem público, cf. FREITAS, Maria Cristina Penido de. *Op. Cit.*, p. 28.

⁷³¹ ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 30.

⁷³² Maria Manuel Leitão Marques e Vital Moreira tratam a autorregulação e a regulação pública não estatal como espécies do gênero *soft regulation* no seguinte sentido, *in verbis*: “Genericamente designada por ‘*soft regulation*’, mais ou menos vinculativa, a regulação pela ética assume, entre outras formas, a de códigos de conduta, códigos éticos, códigos de boas práticas, códigos deontológicos ou recomendações. Na sua formulação mais típica, os códigos constituem exemplos de auto-disciplina profissional, a cargo das respectivas associações, por delegação pública ou iniciativa própria” (MARQUES, Maria Manuel Leitão; MOREIRA, Vital. *A Mão Visível – Mercado e Regulação*. Coimbra: Almedina, 2008, p. 26).

⁷³³ Cf. CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul, 2009, p. 57-58.

⁷³⁴ CALADO, Luiz Roberto. *Op. Cit.*, p. 57.

Como os agentes financeiros interagem entre si de forma contínua ao longo do tempo, segundo o modelo anteriormente mencionado dos “jogos repetidos” (teoria dos jogos), há incentivos à padronização de condutas para a cooperação.

Em geral, instituições e instrumentos de autorregulação ou regulação pública não estatal apresentam vantagens institucionais importantes, ao permitir uma maior flexibilidade e rapidez no estabelecimento autoconsentido de normas uniformes de comportamento concebidas em procedimentos equitativos de participação, com a pretensão de aplicação a todos os participantes de um mercado, frequentemente acompanhadas por regimes sancionatórios de *enforcement* das normas editadas.

No entanto, é evidente que o poder de editar regras para si próprio, além da potencialidade de lesar a concorrência ou gerar conflitos de interesse, fragiliza, em parte, a legitimidade da autorregulação, pois a falta de imparcialidade quanto às regras estabelecidas compromete, em algum grau, sua credibilidade pública.

Provavelmente, essa é a razão para o desconhecimento social de boas iniciativas de autorregulação, tal como a autorregulação promovida pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA)⁷³⁵ e o projeto de implantação do Sistema de Autorregulação Bancária pela Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN).⁷³⁶

Por tal razão, pode-se dizer, com amparo na experiência brasileira, que os processos de regulação pública não estatal têm predominado,⁷³⁷ nos quais a regulação

⁷³⁵ Segundo o estatuto social da ANBIMA, a instituição detém poderes de emissão de circulares de supervisão direta e indireta a todos os associados, através dos quais, respectivamente: (i) há visitas *in loco* para a verificação da adequação dos controles internos e dos métodos de gestão de risco aplicados pelas instituições; e (ii) há o monitoramento do cumprimento das regras e metodologias estabelecidas nos Códigos de Conduta, por meio de análise de documentos, filtros estatísticos rotineiros e supervisão temática. Fonte: <http://portal.anbima.com.br/autorregulacao/supervisao/Pages/default.aspx>. Acesso em 01.04.2013. A ANBIMA possui convênios operacionais com o Banco Central do Brasil e com a Comissão de Valores Mobiliários.

⁷³⁶ A FEBRABAN possui um sítio eletrônico especificamente destinado a publicizar seus projetos de autorregulação bancária, sobretudo para o estabelecimento de códigos de conduta, cujo endereço é o seguinte: <http://www.autorregulacaobancaria.com.br/03.asp>. Acesso em 01.04.2013.

⁷³⁷ Essa constatação vai ao encontro do diagnóstico feito por Calixto Salomão Filho sobre o tema, *in verbis*: “A tendência ao autocumprimento das decisões também influencia outro debate fundamental em matéria de teoria da regulação. Trata-se da discussão – bastante acirrada em matéria regulatória – das vantagens e desvantagens da auto-regulação. Essa característica, sem dúvida, sugere cautela em relação a experiências auto-regulatórias autônomas. Como é sabido, base e fundamento da auto-regulação é o autocumprimento das regras por seus membros. Por outro lado, referido autocumprimento depende da existência de precondições institucionais (regulatórias). Assim, tanto mais bem-sucedida será a tentativa auto-regulatória quanto mais bem-encaixada estiver em uma forte regulação – desde que, é claro, essa regulação seja capaz de criar as condições para cooperação. A experiência razoavelmente bem-sucedida dos mercados de capitais na cumulação de regulação e auto-regulação representa demonstração

estatal acompanha, indiretamente, os resultados e, ao mesmo tempo, estimula a cooperação entre os participantes dos segmentos financeiros de mercado para que eles próprios estabeleçam códigos de conduta.

Especificamente quanto ao mercado de capitais, a regulação pública não-estatal se fundamenta no §1º do art. 8º e §1º do art. 17 da Lei nº 6.385, de 1976,⁷³⁸ sendo que os detalhamentos do alcance regulatório estão contidos, principalmente, na Instrução nº 461 da Comissão de Valores Mobiliários, de 2007. Essa é a realidade, hoje, da BM&FBOVESPA S.A. - Supervisão de Mercados (BSM)⁷³⁹ e da CETIP S.A. - Mercados Organizados.⁷⁴⁰

À evidência, o foco da regulação pública não-estatal recai, relativamente às falhas de mercado, na redução de assimetrias de informação financeira, com vistas a estimular a cooperação para o estabelecimento de padrões uniformes para a concorrência entre os participantes do mercado, o que é eficiente aos seus propósitos.⁷⁴¹

Assim, os aspectos mais sensíveis de regulação financeira sistêmica permanecem no âmbito da regulação estatal, essencialmente porque se pode inferir que “toda vez que determinada atividade econômica tiver externalidades sociais, sejam

interessante dessa tendência” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 101).

⁷³⁸ Prescreve §1º do art. 8º, que trata das competências da Comissão de Valores Mobiliários, *in verbis*: “Art. 8º, § 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001)”. Em complementação, preceitua o art. 17: “Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001).

§ 1º 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. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)”.

⁷³⁹ Detalhes podem ser acessados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/home.asp>. Acesso em 01.04.2013.

⁷⁴⁰ Detalhes podem ser acessados no seguinte endereço eletrônico: <http://www.cetip.com.br/Institucional/autorregula%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em 01.04.2013.

⁷⁴¹ A regulação pública não-estatal, segundo Luis Guilherme Catarino, depende da presença cumulativa dos seguintes fatores: “(...) (i) da existência de uma área onde se verificasse uma ineficiência (*market failure*), (ii) que os instrumentos privados (como a responsabilidade civil) não fossem suficientes para debelar, (iii) verificando-se nesta forma de regulação vantagens sobre a intervenção pública tradicional (menores custos devido aos conhecimentos técnicos dos próprios interessados, informalidade da sua acção e pouca onerosidade da sua monitorização)” (CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 219).

positivas ou negativas (respectivamente, benefícios ou malefícios), o mercado não será um elemento organizador eficiente”⁷⁴².

3.1.3 Falhas de Estado: limitações e incentivos comportamentais dos políticos e burocratas.

No corrente ano, foi divulgado um estudo feito pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) intitulado: “Gasto público, tributos e desigualdade de renda no Brasil”, cujo objetivo foi o de identificar qual a contribuição da atuação do Estado brasileiro para a desigualdade de renda verificada na população do país.

A propósito, o Brasil encontra-se na 73ª posição do ranking de desigualdade de renda da Organização das Nações Unidas (ONU), em um universo de 134 países. O resultado do estudo é interessante: um terço da desigualdade de renda no Brasil poderia ser atribuída, diretamente à ação estatal, isto é, o Estado brasileiro, ao invés de atenuar, gera concentração de renda.⁷⁴³ Independentemente das críticas ao resultado encontrado, o diagnóstico é preocupante.

Anteriormente, sustentou-se que a atenuação ou a eliminação dos efeitos das falhas de mercado são razões essenciais de justificação da regulação estatal. Adicionalmente, a promoção do desenvolvimento econômico é fundamento conjunto de regulação que se agrega às razões econômicas de correção de falhas de mercado, a fim de fortalecer a concretização de direitos econômicos básicos a todos os cidadãos, livre e iguais, em caráter inclusivo, segundo a perspectiva liberal-igualitária de justiça.⁷⁴⁴

⁷⁴² SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 33.

⁷⁴³ Todas essas informações constam da matéria publicada no sítio eletrônico da Revista Exame. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1038/noticias/e-o-estado-piora-esta-diferenca?page=4>. Acesso em 29.04.2013. O método utilizado consistiu em decompor os fatores do coeficiente de Gini (medida de desigualdade de renda internacionalmente utilizado) para mensurar a desigualdade das transferências monetárias diretas do e para o Estado brasileiro. Segundo o estudo, de sete variáveis analisadas (impostos diretos cobrados da população, assistência social, remuneração dos funcionários públicos, benefícios trabalhistas, previdência social, salário e outras rendas do setor privado), apenas os dois primeiros fatores desconcentram renda, ou seja, todos os demais concentram.

⁷⁴⁴ Assim, objetivos de desenvolvimento atuam, em caráter complementar, à regulação econômica voltada à atenuação de falhas de mercado, cf, SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 47.

No entanto, há de se questionar se a regulação estatal, arcada com recursos públicos, é, de fato, a melhor decisão de uma maneira geral⁷⁴⁵.

Em primeiro lugar, delimitar a exata medida de regulação estatal para atenuar ou eliminar efeitos de falhas de mercado não é trivial. Há vários fatores e interesses que podem afetar tal delimitação.

Em segundo lugar, a “autorização geral” para regular setores com falhas de mercado ou o objetivo de promoção do desenvolvimento econômico podem ser apropriados e/ou distorcidos por diversos e influentes grupos de interesse no âmbito político e burocrático, comprometendo a ideia inicial de obtenção de um resultado social mais eficiente para determinado setor, com o risco de apropriação privada dos resultados da regulação (ou *rent-seeking*).⁷⁴⁶

Em terceiro lugar, regular envolve custos a serem incorridos pelo Estado, pois é necessária a criação de uma estrutura institucional adequada para regular.⁷⁴⁷

Dito isso, voltando-se ao diagnóstico do estudo acima referido, percebe-se que suas conclusões coincidem bastante com os fatores apontados para a apontada crise mundial do “Estado de bem-estar social” ocorrida a partir da década de 1970⁷⁴⁸.

Gastos públicos excessivos, falhas graves de gestão pública, subsídios indevidos e políticas públicas arbitrárias podem ser prejudiciais, além de ter a aptidão para impactar, de forma indevida, as esferas de liberdade econômica das pessoas e a distribuição equitativa de recursos sociais, com evidente repercussão no ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

⁷⁴⁵ Normalmente, as justificativas para a regulação do setor financeiro são as seguintes: (i) garantir a segurança e solidez sistêmica; (ii) minimizar efeitos de falhas de mercado; (iii) financiamento de projetos socialmente importantes; e (iv) promoção do desenvolvimento financeiro, sobretudo através de projetos inclusivos, como foco nas classes economicamente menos favorecidas.

⁷⁴⁶ *Rent-seeking* é um termo que designa, essencialmente, a intenção privada de direcionar os objetivos regulatórios em benefício próprio, do que resulta em uma apropriação econômica privativa dos resultados regulatórios em detrimento da sociedade como um todo.

⁷⁴⁷ Conforme ressalta Richard Posner, o Estado não atua sem custos e pode ser ineficiente. V. POSNER, Richard. *Teorias da Regulação Econômica*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 51.

⁷⁴⁸ Segundo Xavier Calsamiglia, a mera transferência da responsabilidade pela correção das falhas de mercado ao Estado não é uma solução necessariamente definitiva e eficaz. Ao decidir sobre a necessidade de regulação, há a introdução de um novo ator - o Estado - nos processos de alocação e distribuição de recursos sociais no mercado a ser regulado, isto é, adicionam-se novos elementos a serem considerados. Assim, a presença estatal, por si só, não é garantia de melhores resultados sociais se a estratégia de regulação não estiver devidamente justificada e corretamente concebida. Esse foi o “drama” do “Estado de bem-estar social”. V. CALSAMIGLIA, Xavier. *Racionalidade Individual e Coletiva: Mecanismos Econômicos e Jurídicos de Articulação*. Doxa, Cuadernos de Filosofía del Derecho, v. 13, 1993, p. 76-77.

Conforme ressalta Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, “nem sempre a equidade é atingida por meio de legislações que tenham por objetivo justamente aumentar os aspectos distributivos de uma regulação”,⁷⁴⁹ sendo certo que “os processos de desenvolvimento não se produzem sem gerar uma série muito extensa de custos sociais”.⁷⁵⁰

Pois bem, os estudos pioneiros do fenômeno das falhas de Estado foram iniciados, segundo opinião doutrinária predominante, a partir da contribuição de James M. Buchanan e Gordon Tullock,⁷⁵¹ com influência significativa posterior da obra “*Competition and Democracy*” de Gary Becker, a fim de provocar uma reflexão a respeito dos incentivos que norteiam a decisão institucional do Estado pela regulação, ou seja, desvendar as razões pretensamente públicas que justificam decisões regulatórias e quais os interesses e os riscos envolvidos (*Public Choice Theory*).

A propósito, a ideia fundamental da *Public Choice Theory*, com aplicação através da importante teoria da regulação econômica preconizada por George Stigler, é identificar: (i) quais são os fatores geradores da regulação; (ii) quem se beneficia com os resultados da regulação; (iii) quem arca com os custos da regulação; e (iv) qual o impacto regulatório sobre os processos alocativos e distributivos de mercado.⁷⁵²

Posto isso, George Stigler, amparado em alguns estudos empíricos, desenvolve sua tese central, qual seja, a de que, em regra, os agentes participantes do setor regulado influenciam e aproveitam-se do poder coercitivo do Estado para capturar a regulação em seu favor.⁷⁵³

Vale dizer, a força política e econômica, além da maior informação e organização desses agentes privados em comparação aos agentes públicos,⁷⁵⁴ são usadas

⁷⁴⁹ RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Regulação jurídica, racionalidade econômica e saneamento básico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 86.

⁷⁵⁰ NUSDEO, Fábio. *Desenvolvimento econômico – Um retrospecto e algumas perspectivas*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 13.

⁷⁵¹ A obra pioneira denomina-se “*The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*”, anteriormente citada no Capítulo 1.

⁷⁵² Conforme George Stigler, “as tarefas centrais da teoria da regulação econômica são justificar quem receberá os benefícios ou quem arcará com os ônus da regulação, qual forma a regulação tomará e quais os efeitos desta sobre a alocação de recursos” (STIGLER, George. *A Teoria da Regulação Econômica*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 23).

⁷⁵³ STIGLER, George. *Op. Cit.*, p. 23-27, *passim*.

⁷⁵⁴ Essa assimetria de acesso às informações relevantes sobre os mercados regulados é um dos principais aspectos da teoria econômica da regulação. Se os políticos e burocratas possuem menos informações e,

frequentemente para favorecimento próprio e, via de regra, obtém-se êxito, seja para a eliminação da concorrência ou a obtenção de maiores lucros, etc. E as formas de influência podem ser contribuições para campanhas políticas, financiamento de projetos políticos, ofertas de emprego a pessoas ligadas aos políticos e burocratas, etc.⁷⁵⁵

Com efeito, a tendência de captura mostra-se provável porque os políticos e burocratas, assim como ocorre nos mercados, são agentes maximizadores dos seus próprios interesses,⁷⁵⁶ segundo uma “lógica de mercado” em que os produtos são vantagens econômicas representadas por dinheiro, votos e vantagens burocráticas, porque “a política é transformada em argumentos jurídicos”⁷⁵⁷ com facilidade.

Logo, diante das falhas de Estado, é provável que a melhor decisão política a ser tomada seja não regular, até porque as falhas de mercado podem ser menos graves do que as falhas de Estado.⁷⁵⁸

Visto isso, o ceticismo subjacente à teoria econômica da regulação é extremamente importante para, à luz do pragmatismo, desmistificar o “pressuposto do

além disso, podem ser cooptados com facilidade, o diagnóstico, na maioria de vezes, é o mesmo: é melhor não regular ou adotar estratégias de desregulação. Nesse sentido é a posição de Gary Becker, cf. MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Agências reguladoras e democracia: participação pública e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 200. Ver, também, PELTZMAN, Sam. *A Teoria Econômica da Regulação depois de uma década de Desregulação*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 88-89, *passim*. Em outras palavras, com relação às falhas de mercado e sob a ótica da teoria econômica da regulação, “a regulação estatal sobre a economia deveria limitar-se às normas para defesa da concorrência, à aquelas destinadas a reduzir assimetrias de informação (v.g., o direito do consumidor) e às que tenham como finalidade reduzir as externalidades negativas (v.g., as normas de direito ambiental). Todo o tipo de intervenção estatal que daí ultrapassar mostra-se, à luz dessa teoria, indevida e excessiva” (BAPTISTA, Patrícia. *A evolução do Estado Regulador no Brasil – Desenvolvimento, Globalização, Paternalismo e Judicialização*. In: FREITAS, Daniela Bandeira de; VALLE, Vanice Regina Lírio do (Coord.) *Direito Administrativo e Democracia Econômica*. Belo Horizonte: Forum, 2012, p. 67).

⁷⁵⁵ STIGLER, George. *Op. Cit.*, p. 36. Essa é a mesma linha de conclusão de Gary Becker ao enfatizar que “o processo político pode contaminar as agências reguladoras independentes, na medida em que grupos de interesse – congressistas e lobbies coordenados pelos grandes grupos econômicos que financiam campanhas eleitorais – pressionam a burocracia estatal para obter vantagens competitivas no mercado econômico (grupos econômicos) e no mercado político (congressistas)”, cf. MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Op. Cit.*, p. 200.

⁷⁵⁶ Baseado no individualismo metodológico, é possível inferir que os “políticos, assim como qualquer um de nós, são considerados como maximizadores das suas próprias utilidades. Isso significa dizer que grupos de interesses podem influenciar os resultados do processo regulatório ao fornecer apoio financeiro ou de outra natureza aos políticos ou reguladores” (PELTZMAN, Sam. *Op. Cit.*, p. 81).

⁷⁵⁷ REICH, Norbert. *Intervenção do Estado na Economia: Reflexões sobre a Pós-Modernidade na Teoria Jurídica*. Cadernos de Direito Econômico e Empresarial, Revista de Direito Público, v. 94, 1990, p. 275.

⁷⁵⁸ PELTZMAN, Sam. *Op. Cit.*, p. 86.

propósito virtuoso e probo da legislação”,⁷⁵⁹ pois os riscos de captura regulatória são reais e os interesses privados dos grupos politicamente influentes naquele setor econômico a ser regulado afetarão, de forma significativa, a existência, o modo e a intensidade da regulação,⁷⁶⁰ vale dizer, o “padrão da intervenção estatal no mercado”.⁷⁶¹

O entusiasmo político com a possibilidade de regulação de mercados pode revelar-se adiante um grande erro, com consequências negativas sob os aspectos alocativos e distributivos de recursos sociais. É preciso atenção com os aspectos do “mercado político”.⁷⁶²

Ademais, na dialética da regulação financeira, é possível inferir um risco de descasamento temporal e qualitativo da ação regulatória em relação aos processos mais dinâmicos e informados de mercado, ou seja, há alguma tendência de atraso e ineficiência da regulação no tempo, pois há de se supor que os regulados atuam de forma mais rápida nos mercados e agirão estrategicamente para ocultar ou divulgar informações relevantes em seu favor,⁷⁶³ o que pode gerar erros de diagnóstico e prognóstico regulatórios, tornando o processo de regulação, em alguma medida, um “jogo de cartas marcadas”.⁷⁶⁴

No entanto, o ceticismo subjacente à teoria econômica da regulação vai de encontro aos pressupostos de legitimação da democracia deliberativa, que se presta a equilibrar, mediante deliberação pública nas instituições políticas oficiais, a equação de justiça “liberdade-igualdade” em prol de uma regulação racional e razoável dos

⁷⁵⁹ Cf. POSNER, Richard. *Teorias da Regulação Econômica*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 59.

⁷⁶⁰ POSNER, Richard. *Op. Cit.*, p. 59.

⁷⁶¹ POSNER, Richard. *Op. Cit.*, p. 50.

⁷⁶² Conforme ressalta André Rodrigues Cyrino, “a Escola da Public Choice deve ser tida como uma provocação no sentido de que o direito e a ciência política estejam atentos a essas circunstâncias do ‘mercado político’, a fim de que se busquem meios para o aperfeiçoamento do processo decisório e regulatório. As falhas não devem conduzir ao afastamento, mas à melhora das instituições, que podem ser mais ou menos aptas a garantir um modelo de intervenção econômica sensata” (CYRINO, André Rodrigues. *Direito Constitucional Regulatório – elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição econômica brasileira*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 149).

⁷⁶³ É óbvio que os agentes regulados, detentores de experiência, informações e conhecimento técnico sobre o setor, provavelmente tensionarão no sentido de uma regulação que lhes seja mais favorável, cf. SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 260.

⁷⁶⁴ V. CORAZZA, Gentil. *Os Dilemas da Supervisão Bancária*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 84-85, *passim*, com base nas ideias de Edward Kane e Hyman Minsky.

mercados, sobretudo para suprir necessidades coletivas que não são atendidas pelos processos espontâneos de formação de preços de mercado.⁷⁶⁵

Nesse sentido, ingressa na discussão o interesse público presente no objetivo regulatório de desenvolvimento econômico eficiente e inclusivo dos mercados financeiros.

Em relação à noção de interesse público,⁷⁶⁶ trata-se de categoria extremamente heterogênea⁷⁶⁷ e dependente das variáveis empíricas, técnicas e científicas envolvidas na regulação econômica de cada setor.

No entanto, pode-se dizer que o interesse público relacionado à promoção do desenvolvimento econômico só se legitima quando se consegue eliminar, razoavelmente, os riscos de distorção da regulação pelas falhas de Estado a partir de um procedimento regulatório deliberativo transparente acerca dos objetivos almejados e resultados sociais pretendidos, com foco na inclusão social,⁷⁶⁸ o que impõe um esforço

⁷⁶⁵ CALSAMIGLIA, Albert. *Eficiencia y Derecho*. Doxa, Cuadernos de Filosofia Del Derecho, v. 4, 1987, p. 280. A título de complementação, torna-se importante citar a opinião de Norbert Reich acerca da ideia do papel organizativo do direito, no qual se inclui a regulação estatal. Segundo Norbert Reich, “o direito, sob condições capitalistas de produção e distribuição, tem, basicamente, uma função organizativa. Os mercados precisam de regulação jurídica para que trabalhe regularmente, como Max Weber corretamente disse 75 anos atrás. Esta função ‘simples’ do direito ainda prevalece hoje. Mas isso não é suficiente. Devido a crises econômicas e o ‘fracasso do mercado’, o direito tem uma função de substituição e as relações econômicas se tornam ‘legalizadas’ como Habermas (1973) ponderava há 15 anos. O intervencionismo salta para os espaços deixados pelo mercado. O direito é usado como seu mais poderoso recurso para obter resultados específicos. É importante sublinhar que esse processo de juridificação iniciado pelo Welfare State, não é neutro, mas manipulado pelos próprios atores sociais. Os desequilíbrios da estrutura de poder político reaparecerão nos arranjos jurídicos. O papel organizativo do direito usualmente prevalece sobre sua função corretiva” (REICH, Norbert. *Intervenção do Estado na Economia: Reflexões sobre a Pós-Modernidade na Teoria Jurídica*. Cadernos de Direito Econômico e Empresarial, Revista de Direito Público, v. 94, 1990, p. 274).

⁷⁶⁶ A propósito da noção de interesse público, adere-se ao entendimento de que não existe fundamento constitucional para a afirmação de um princípio da supremacia do interesse público no Brasil e em nenhuma sociedade constitucional democrática. Em termos de unidade axiológica do sistema jurídico, o interesse público se confunde com a integridade da Constituição e está presente na pretensão de máxima realização concreta da equação de justiça “liberdade-igualdade”. Em relação ao tema, v. SARMENTO, Daniel (Org.). *Interesses Públicos versus Interesses Privados: Desconstruindo o Princípio de Supremacia do Interesse Público*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

⁷⁶⁷ MARQUES NETO, Floriano Peixoto de Azevedo. *Regulação Estatal e Interesses Públicos*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 151. No mesmo sentido, Calixto Salomão Filho expõe que “a definição de interesse público é multifacetada – ora política, ora econômica -, não permitindo que a mesma seja colocada em termos precisos. Aliás, a experiência prática põe em sérias dúvidas a existência de um conceito – verdadeiro e coerente – de interesse público para fins de intervenção do Estado na economia” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 23).

⁷⁶⁸ Calixto Salomão Filho é enfático ao afirmar que os riscos decorrentes das falhas de Estado exigem “a clara definição de um substrato valorativo social capaz de limitar esse risco” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 48).

contínuo e constante de avaliação e reavaliação estrutural e institucional do processo regulatório, de acordo com as metas regulatórias democraticamente estabelecidas.⁷⁶⁹

E é da consistência pública das razões empíricas e consequencialistas, amparadas por uma análise de custos e benefícios, que se extrai a legitimidade social da regulação.

Sendo assim, a regulação assume importância social, ainda que sob o risco de ocorrerem, em algum grau, falhas de Estado, na medida em que se mostrar eficiente a alinhar os processos de formação de preços de mercado a uma racionalidade coletiva, devidamente discutida no âmbito da democracia deliberativa, com foco, sobretudo, na proteção de interesses difusos e dos economicamente menos favorecidos, fortalecendo, portanto, o caráter igualitário e inclusivo da regulação.⁷⁷⁰

3.1.4 Conclusões parciais: *better regulation* como diretriz deliberativa para avaliação concreta dos resultados regulatórios.

Em fevereiro de 2013, o Banco Central do Brasil lançou, publicamente, o programa “Otimiza BC”, destinado a institucionalizar um “fórum permanente de avaliação para redução de custos de observância para as instituições financeiras e um novo modelo de governança da informação”.⁷⁷¹

Não obstante seus propósitos, que partiram da identificação de um objetivo regulatório específico, essa iniciativa louvável é uma evidência real que contém os elementos essenciais de uma nova ótica de eficiência e maior praticidade no âmbito da Administração Pública, a saber: institucionalizar ambientes transparentes de deliberação

⁷⁶⁹ Fundamental para o êxito de uma estratégia regulatória é a avaliação e reavaliação constante dos resultados pretendidos, pois, em alguns casos, determinados objetivos regulatórios não são alcançados ou atingem objetivos diversos dos almejados com efeitos negativos. Por isso, diante dos “paradoxos do Estado regulador” apontados por Cass R. Sunstein, a regulação estatal deve ser flexível, dinâmica e comprometida com resultados preestabelecidos para obter sucesso. V. SUNSTEIN, Cass R. *Paradoxes of the Regulatory State*. The University of Chicago Law Review, v. 57, n° 2, 1990, p. 407.

⁷⁷⁰ Cf. SUNSTEIN, Cass R. *After the Rights Revolution: reconceiving the regulatory state*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 12. No mesmo sentido: REICH, Norbert. *Intervenção do Estado na Economia: Reflexões sobre a Pós-Modernidade na Teoria Jurídica*. Cadernos de Direito Econômico e Empresarial, Revista de Direito Público, v. 94, 1990, p. 265. Segundo Calixto Salomão Filho, o desenvolvimento identifica-se com um “*um processo de conhecimento social que leve à maior inclusão social possível, caracterizando-se, portanto, como algo que se poderia apontar como democracia econômica*” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 32).

⁷⁷¹ Fonte: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/paginas/banco-central-anuncia-medidas-para-reducao-de-custos-regulatorios-18-02-2013.aspx>. Acesso em 01.04.2013.

e troca de informações (o que, simultaneamente, fomenta a participação e o controle social da regulação) focados em produzir, progressivamente, os melhores resultados regulatórios possíveis, até mesmo para conduzir decisões de desregular ou não regular, prestando-se, nessas últimas hipóteses, deferência à livre concorrência.^{772 773}

Adicionalmente, o projeto acima mencionado demonstra que seu objeto não precisa ser vinculado a nenhuma razão teórica específica⁷⁷⁴ para adquirir legitimidade substancial, além de externar a percepção de uma necessidade contextual de estímulo progressivo à cooperação inclusiva e transparente na relação entre regulador e regulados,⁷⁷⁵ que preza pelas melhores consequências ou resultados sistêmicos, em termos de custos e benefícios, ao longo do tempo.

Estão presentes, portanto, todos os elementos integrantes da ideia da razão prática regulatória, representativa da evolução de uma tendência contemporânea em tratar o Direito Administrativo como uma “cultura participativa em prol de resultados”, em substituição a uma visão restrita de ciência positiva ou dogmática desse ramo jurídico.⁷⁷⁶

⁷⁷² Conforme será ressaltado a seguir, tais resultados devem ser avaliados através de análises de custo e benefício (*Cost-Benefit Analysis*).

⁷⁷³ Devido à prioridade das liberdades básicas na equação de justiça “liberdade-igualdade”, é legítimo que se dê preferência à livre concorrência, na medida em que mais eficiente e menos custosa *prima facie*, cf. RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 163. Não obstante, a intensidade da regulação é uma decisão que deve ser submetida à deliberação nas instâncias regulatórias, com base no ideal da razão pública.

⁷⁷⁴ A funcionalidade própria das análises de custo e benefício (*Cost-Benefit Analysis*) transcende opiniões políticas particulares fundadas em razões teóricas específicas, cf. SUNSTEIN, Cass R. *The Cost-Benefit State: The Future of Regulatory Protection*. Chicago: American Bar Association, 2002, p. 20. Essa abordagem vai ao encontro da ideia de razão prática de John Rawls.

⁷⁷⁵ O sucesso dos projetos regulatórios pode ser medido pela credibilidade de suas metas e objetivos, sobretudo quando discutidos com os destinatários da regulação. Nesse sentido, estratégias regulatórias cooperativas e indutivas têm se mostrado mais eficazes na realidade prática da regulação econômica, notadamente porque o mercado não é um adversário do Estado, cf. CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 243. Tal circunstância é assim ressaltada por Calixto Salomão Filho, *in verbis*: “A análise histórica demonstra que soluções adotadas através do método cooperativo trazem consigo um nível muito maior de cumprimento voluntário, sem interveniência de terceiros. Assim regras bem elaboradas, que criem um ambiente cooperativo, acabam sendo cumpridas, e seu descumprimento controlado e policiado pelos próprios participantes da relação” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 52).

⁷⁷⁶ Cf. SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 13. Dito de outra maneira, Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo acentua que a ênfase consequencialista tem o mérito de afastar “concepções positivistas (em que as normas legais legitimam-se por si mesmas, desde que propriamente promulgadas) e deontológicas (em que o valor de uma ação estaria em si mesma, desconsiderando as consequências)” (RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Regulação jurídica*,

Trata-se de um novo paradigma de *better regulation*,⁷⁷⁷ em que a avaliação dos resultados é extremamente relavante à legitimidade das políticas regulatórias,⁷⁷⁸ com repercussão na tarefa de definição, execução e controle do Direito Regulatório.⁷⁷⁹

Vale dizer, ao invés de concentrar esforços no desenvolvimento normativo dos processos internos de escolha administrativa dos meios regulatórios, tal paradigma busca priorizar a avaliação pública dos resultados,⁷⁸⁰ os quais devem ser devidamente legitimados em ambientes inclusivos de participação democrática, sob justificação amparada em razões públicas e com lastro em estudos de impacto regulatório (controle procedimental e substancial de resultados).⁷⁸¹

racionalidade econômica e saneamento básico. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 93). Essa é também a perspectiva de Susan Rose-Ackerman ao afirmar que “o direito administrativo deveria tornar-se mais preocupado com o modo como políticas substantivas são feitas e com a revisão dos paradoxos e inconsistências dos processos de escolha coletiva” (ROSE-ACKERMAN, Susan. *Análise Econômica Progressista do Direito – e o Novo Direito Administrativo*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 249).

⁷⁷⁷ Sendo assim, pode-se dizer que “a avaliação de resultados substantivos, tanto em termos de equidade, como de eficiência, provavelmente será a próxima ‘onda regulatória’, após um movimento no sentido de maior legitimidade dos atos regulatórios” (RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 109).

⁷⁷⁸ Segundo Cass Sunstein, o Estado de Custo-Benefício (*The Cost-Benefit State*) é aquele que visa utilizar os instrumentos regulatórios mais efetivos sob o ponto de vista prático, acompanhados por análises de custo e benefício (*Cost-Benefit Analysis*), em respeito às seguintes diretrizes (*goals*): (i) dar prioridade aos menos favorecidos; (ii) mensurar os custos e benefícios dos instrumentos regulatórios, *vis-à-vis* as alternativas disponíveis; e (iii) dar especial ênfase na mensuração de riscos de ocorrência de efeitos indesejados. V. SUNSTEIN, Cass R. *The Cost-Benefit State: The Future of Regulatory Protection*. Chicago: American Bar Association, 2002, p. 6.

⁷⁷⁹ A integração da análise consequencialista no centro do debate sobre políticas públicas tem como vantagem essencial orientar decisões políticas a partir de elementos transparentes e adequados de informação sobre os prováveis impactos sistêmicos dessas decisões no mundo real; por outro lado, embora seja capaz de orientar, a análise consequencialista não necessariamente determina o Direito, conforme preconiza Carlos Emmanuel Joppert, *in verbis*: “A análise de custo e benefício, instrumentalizada por um relatório de impacto regulatório, não substitui os órgãos regulatórios ou mesmo qualquer ente de Administração Pública na tomada de decisões, sejam elas quais forem. Apenas serve como meio de fornecer mais informações, auxiliando as escolhas públicas, não sendo e nem podendo ser um elemento que determina políticas, sob pena de se gerar uma nova crise de legitimidade” (RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 214).

⁷⁸⁰ Cf. RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 53.

⁷⁸¹ Quanto ao ponto, é evidente que não se desconsidera a legitimidade democrática do Poder Legislativo (legitimidade pelo título) para dispor sobre atos normativos que prescrevem os meios e/ou os procedimentos formais necessários à condução dos processos regulatórios. No entanto, a legitimidade dos processos regulatórios pedem, além do uso adequado dos instrumentos regulatórios (legitimidade pelo exercício), uma atuação administrativa que gere resultados adequados (legitimidade pelo resultado), cf. MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Quatro paradigmas do direito administrativo pós-moderno: legitimidade, finalidade, eficiência, resultados*. Belo Horizonte: Forum, 2008, p. 21.

Dito de outro modo, a defesa um modelo regulatório pluralista⁷⁸² focado em avaliar resultados, apto a conjugar aspectos procedimentais e substanciais, é a pretensão fundamental de racionalidade regulatória subjacente ao paradigma da *better regulation*.⁷⁸³

Pois bem, no exemplo relativo ao programa “Otimiza BC”, uma redução dos custos regulatórios poderia ser avaliada de diversas formas quanto aos resultados pretendidos: (i) as instituições financeiras terão menos custos para operar, o que é um sinal de eficiência regulatória, simplesmente (viés alocativo); (ii) a diminuição de custos regulatórios é boa e deveria ser repassada, em algum grau, para os clientes financeiros, com vistas a diminuir o custo das operações de crédito, por exemplo (viés distributivo); (iii) as instituições financeiras menores, que detêm menores economias de escala, aumentarão, relativamente, sua competitividade (viés alocativo positivo em prol da concorrência); (iv) o Banco Central do Brasil reconheceu que cobrava, excessivamente, encargos das instituições financeiras anteriormente, o que seria ilegítimo e ineficiente (viés alocativo que designa falha de Estado); (v) as instituições financeiras exerceram algum tipo de influência ou constrangimento em relação ao Banco Central do Brasil que o fez diminuir custos regulatórios em favor delas (viés distributivo que designaria captura ou *rent-seeking*); (vi) tais custos foram mensurados de forma equivocada no passado e, por isso, foram reequacionados (viés alocativo de correção de falha de Estado); ou (vii) os custos regulatórios tornaram-se excessivos ao longo do tempo e, agora, foram adequados a uma nova realidade (adequação regulatória, sem viés).

Ora, a partir da formulação das diversas hipóteses especulativas trazidas acima, que traduzem questionamentos relacionados à correção ou acentuação de “falhas de mercado” e/ou “falhas de Estado”, é possível evidenciar que a mera instituição pública

⁷⁸² Quanto ao exercício do pluralismo na regulação, não obstante os limites e os riscos da participação democrática adiante examinados, é importante trazer o seguinte posicionamento, *in verbis*: “É preciso, ainda, garantir que o conhecimento econômico flua e se transmita para os órgãos reguladores e planejadores. Daí a necessidade da participação dos vários grupos sociais envolvidos pela prestação de um determinado serviço participarem do processo de elaboração de regulamentação. Trazem conhecimento/informação fundamentais para a elaboração da regulação. Esse princípio procedimental regulatório nada tem de incompatível com a fixação de objetivos gerais regulatórios” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 49).

⁷⁸³ Cf. SUNSTEIN, Cass R. *The Cost-Benefit State: The Future of Regulatory Protection*. Chicago: American Bar Association, 2002, p. 21. No que diz respeito às diretrizes de aprimoramento regulatório, pode-se dizer que as principais linhas de ação são as seguintes: (i) racionalizar, tanto quanto possível, os processos decisórios; (ii) estimular o debate público sobre os valores que devem pautar as ações estatais; e (iii) favorecer o controle jurídico para eventual correção das ações, cf. BRUNA, Sérgio Varella. *Procedimentos normativos da Administração e desenvolvimento econômico*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 235.

de um projeto regulatório, ainda que possua o objetivo genérico de gerar resultados mais eficientes, não é o bastante em democracias deliberativas. É preciso ir além.⁷⁸⁴

Ademais, as ideias de combate às “falhas de mercado” e/ou “falhas de Estado”, conforme desenvolvimento nos tópicos antecedentes, têm que ser dimensionadas e justificadas sob uma única perspectiva de análise dos custos e benefícios envolvidos na execução do projeto regulatório, a fim de: (i) esclarecer, com base no ideal de razão pública, como, por que e quais os riscos das escolhas regulatórias possíveis; (ii) facilitar a comparação entre as alternativas disponíveis, máxime para a eleição de prioridades em um ambiente inclusivo de participação democrática; (iii) além de possibilitar, com mais clareza, a identificação de distorções *vis-à-vis* os objetivos regulatórios através de instrumentos adequados de medição de impacto regulatório, que contêm informações sobre estimativas dos objetivos e resultados pretendidos (*accountability*)⁷⁸⁵.

Nesse sentido, o uso de métodos de avaliação qualitativa e quantitativa dos custos e benefícios (*Cost-Benefit Analysis*) ou, simplesmente, a análise consequencialista da regulação, próprios do paradigma da *better regulation*, podem ser reputados, em termos sistêmicos, a melhor escolha estratégica para aferir o desempenho regulatório das instituições. Ainda que imperfeito,⁷⁸⁶ ele é o método mais apto de responder, suficientemente, a todas as complexidades do fenômeno regulatório.

Como método empírico e valorativo de avaliação de resultados regulatórios, o paradigma da *better regulation* é uma decorrência da ideia da razão prática regulatória, cujo conteúdo é pautado pelo ideal da razão pública nas sociedades democráticas constitucionais⁷⁸⁷.

⁷⁸⁴ Diante do paradigma da *better regulation*, a mera publicidade não é suficiente. O novo paradigma pede transparência e prestação públicas de contas, amparada por análises adequadas de custo e benefício, cf. RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 53-55, *passim*.

⁷⁸⁵ Conforme Luís Guilherme Catarino, o processo regulatório de decisão pautado em estudos de impacto regulatório deve levar em consideração os seguintes parâmetros: (i) identificação do problema e relevância/risco face os objetivos regulatórios; (ii) ponderação das soluções possíveis; (iii) definição dos objetivos da intervenção; (iv) ponderação sobre os impactos e efeitos secundários; (v) estabelecimento de preferências de atuação; (vi) consulta pública; (vii) publicação dos resultados das consultas, com fundamentação; e (viii) monitoramento, cf. CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 250-251.

⁷⁸⁶ Cass Sunstein é claro ao sustentar, com razão, que a análise de custos e benefícios não é uma panacéia. V. SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 10.

⁷⁸⁷ No âmbito das sociedades democráticas constitucionais, sob o aspecto prático, as potencialidades oriundas do diálogo inclusivo de razões devem ser estimuladas, mormente porque a democracia tem a capacidade de “enriquecer o debate fundamentado através das melhorias da disponibilidade

Assim, a análise de custos e benefícios, a ser elaborada por meio de estudos de diagnósticos e prognósticos de impacto regulatório, serve como elemento informativo de fundamentação e complementação das políticas regulatórias, através da qual os objetivos regulatórios gerais de expansão prioritária e inclusiva das liberdades (equação liberal-igualitária de justiça) devem ser postos como parâmetros de julgamento da adequação do objetivo regulatório especificamente delimitado (controle *ex ante*), com o subsequente acompanhamento constante dos resultados obtidos ao longo do tempo (controle *ongoing* e *ex post*), para fins de controle e aprimoramento dos processos regulatórios.⁷⁸⁸

Dessa forma, a análise de custos e benefícios reduz os riscos de produção de distorções alocativas e distributivas indesejadas, além de facilitar a identificação de indícios de apropriações privadas indevidas da regulação por grupos políticos e econômicos influentes (*rent-seeking*), com aplicação específica na regulação financeira sistêmica no sentido de identificar focos de riscos sistêmicos.⁷⁸⁹

No entanto, não obstante a importância da análise de custos e benefícios financeiros em ambientes de democracia deliberativa, ela não é uma atividade trivial.⁷⁹⁰

informacional e da factibilidade de discussões interativas” (SEN, Amartya. *A ideia de justiça*. Trad. Denise Bottmann. São Paulo: Companhia das Letras, 2011, p. 15).

⁷⁸⁸ Segundo Luís Guilherme Catarino, “a análise de custo e de impacto permite um estudo explicativo e antecipa um preditivo das condutas induzidas por normas ou decisões, que permita conhecer os seus efeitos econômicos (quais as mais eficientes, qual a sua razoabilidade econômica). Implicando um juízo de prognose ou ex-ante da tomada de decisões permite igualmente controlar o seu fundamento. Claro que tal não previne que um qualquer regulador prossiga uma agenda política própria, e mesmo instrumentos hoje em dia aceites como constituindo as melhores práticas (*best practices*), como a análise custo/benefício da regulação, pode ser delegados nos mesmos peritos que irão produzir a regulação (e em mercados complexos, tendem efectivamente a sê-lo)” (CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 238).

⁷⁸⁹ O dever jurídico de evitar ou atenuar efeitos negativos próprios da concretização dos riscos sistêmicos integra a eficácia dos denominados princípios de prevenção e de precaução no âmbito do Direito Administrativo. Enquanto o princípio da prevenção impõe a adoção de condutas voltadas a evitar danos com relativa certeza de ocorrência, o princípio da precaução exige que a Administração Pública se antecipe a danos com forte verossimilhança quanto à ocorrência, cf. FREITAS, Juarez. *Discrecionabilidade administrativa e o direito fundamental à boa administração pública*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 99-103, *passim*. Quanto à atitude antecipatória imposta pelo princípio da precaução, a verossimilhança será constatada, com muito mais facilidade, se presentes estudos adequados de impacto regulatório idôneos a identificar, com certeza suficiente, a necessidade de atuação regulatória. Em relação à noção de certeza suficiente ou verossimilhança forte, v. FREITAS, Juarez. *O controle dos atos administrativos e os princípios fundamentais*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 142.

⁷⁹⁰ De acordo com Charles Goodhart, conquanto a análise de custo-benefício seja, em tese, o melhor método de aferição dos resultados regulatórios, ela demanda a necessidade de produção e disponibilização de dados que permitam o cálculo sobre as estimativas dos múltiplos custos diretos e indiretos da regulação, bem como estimativas sobre os benefícios prováveis de todas as alternativas

Por um lado, é preciso ter cuidado com os seguintes fatores, relacionados à percepção inadequada de riscos, quais sejam: (i) problemas cognitivos relacionados ao acesso e interpretação das informações disponíveis; (ii) tendências à histeria coletiva em cenários sociais mais instáveis (*worst-case scenarios*);⁷⁹¹ e (iii) dificuldades na avaliação de consequências sistêmicas.

Por outro lado, mostra-se prudente conter a “euforia da participação democrática”⁷⁹² para a atribuição de legitimidade aos processos regulatórios.⁷⁹³ Dentre riscos e limitações, é possível inferir: (i) os dilemas entre participação e eficiência, medida, principalmente, em termos de custos para a participação e de demora no processo de decisão regulatória; (ii) os limites normativos quanto a procedimentos formais, instituidores de regras de disciplina da participação social; (iii) o efeito

plausíveis para a concretização de um objetivo regulatório previamente definido, em tempo razoável, cf. GOODHART, Charles (et.al.). *Financial Regulation: why, how and where?* London: Routledge, 2001, p. 65-66. À evidência, não é uma tarefa fácil, especialmente em estruturas regulatórias complexas, o que enseja críticas a esse método. No entanto, as vantagens da análise de custo-benefício, devido ao seu conteúdo informacional e consequencialista, são imensas em relação a outros métodos, tais como: (i) a ênfase na avaliação de informações e dados empíricos em termos alocativos e distributivos, o que fundamenta a atuação regulatória e permite o afastamento argumentativo de posturas subjetivas, ideológicas ou abstratas inadequadas face à realidade prática das consequências pretendidas através da regulação, diante das alternativas disponíveis; (ii) o estímulo ao aprimoramento regulatório, com a produção de estimativas sobre riscos e probabilidades quanto aos efeitos práticos pretendidos, o que facilita a pronta correção ou modificação na execução dos projetos regulatórios ao longo do tempo; e (iii) o reforço do controle social substantivo dos processos regulatórios, já que as informações produzidas nos estudos de impacto regulatório tornam transparentes as razões das escolhas regulatórias. Em suma, os estudos de impacto regulatório fortalecem a democracia deliberativa por reduzir assimetrias de informação regulatória, atenuar defeitos cognitivos e diminuir os riscos de influência indevida de grupos econômicos e políticos no desenho da regulação, cf. RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 229. A propósito da análise de custo e benefício, importa citar trecho doutrinário que sintetiza sua relevância, *in verbis*: “A nova metodologia de se orientar escolhas públicas com informações sobre custos e benefícios tem o óbvio propósito de evitar erros na alocação de prioridades, chamando também a atenção para efeitos colaterais não previstos decorrentes da regulação. O relatório de impacto regulatório é uma ferramenta de informação, fornecendo dados para que escolhas públicas possam ser feitas, evitando custos excessivos, permitindo uma avaliação sobre os designs, implementação e monitoramento dos sistemas regulatórios” (RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 214).

⁷⁹¹ Cf. SUNSTEIN, Cass R. *The Cost-Benefit State: The Future of Regulatory Protection*. Chicago: American Bar Association, 2002, p. 9.

⁷⁹² A ideia de limitação da euforia face à pretensão de abertura da Administração Pública à participação democrática é desenvolvida em: BAPTISTA, Patrícia. *Transformações do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 137-142, *passim*.

⁷⁹³ Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo demonstra certo ceticismo em relação aos potenciais benefícios da participação democrática no controle social dos marcos regulatórios. Tal ceticismo se deve à complexidade da análise de custos e benefícios, falta de informação adequada a todos os pretensos participativos e ausências de incentivos à organização de instituições sociais capazes de representar todos os afetados pela regulação. Em suas palavras, “a transparência e as possibilidades de participação popular (controle social) foram avanços interessantes, mas que demonstraram ter resultados ainda imperfeitos” (RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 139).

conservador presente nas instituições regulatórias, que impedem mudanças abruptas de rumo regulatório; (iv) limitações cognitivas de informação de diversas ordens, conforme mencionado acima; e (v) os riscos de distorção nos processos regulatórios, haja vista a possibilidade de interesses parciais serem travestidos em razões públicas.⁷⁹⁴

Entretanto, todos esses riscos e limitações não invalidam as diversas vantagens do método de análise de custos e benefícios, eis que esse se revela o mais eficiente a estimular o progresso cooperativo nos processos regulatórios, ao nortear uma tendência de aprimoramento informado das instituições responsáveis pela regulação, que se abrem à participação democrática e ao controle social dos seus próprios resultados.

Com efeito, a percepção da importância das análises de custo e benefício é tributária da experiência norte-americana, iniciada na década de 1980 no âmbito da Secretaria de Orçamento e Gestão dos Estados Unidos da América (*U.S. Office of Management and Budget – OMB*).

O paradigma inicial do movimento de *Cost-Benefit Analysis* foi a edição da *Executive Order* n° 12.291, de 1981, destinada, basicamente, a instituir uma rotina de elaboração de avaliações de impacto regulatório para os projetos normativos mais importantes das *independent agencies*, submetidos ao controle do OMB.⁷⁹⁵

Posteriormente, editou-se a *Executive Order* n° 12.498, de 1985, através da qual foi instituída, em caráter complementar, a exigência de elaboração de relatórios anuais sobre metas, objetivos e resultados regulatórios em fase de planejamento ou implementação (*annual regulatory plans*) para fins de revisão pelo OMB.⁷⁹⁶

Por fim, digna de menção é a *Executive Order* n° 12.866, de 1993, em que são formuladas exigências adicionais no sentido da inclusão de temas como: “equidade”, “impactos distributivos” e “fatores qualitativos e quantitativos” nas análises de impacto regulatório passíveis de avaliação pelo OMB.^{797 798}

⁷⁹⁴ Essa enumeração segue a ordem de considerações expostas por Patrícia Baptista quanto aos limites e riscos da participação democrática no âmbito da Administração Pública. V. BAPTISTA, Patrícia. *Op. Cit.*, p. 156-167.

⁷⁹⁵ Cf. SUNSTEIN, Cass R. *The Cost-Benefit State: The Future of Regulatory Protection*. Chicago: American Bar Association, 2002, p. 10. V. MAJONE, Giandomenico. *Do Estado Positivo ao Estado Regulador: causas e conseqüências da mudança no modo de governança*. In: MATTOS, Paulo Todescan L. (coord). *Regulação Econômica e Democracia – o debate europeu*. São Paulo: Singular, 2006, p. 66.

⁷⁹⁶ V. MAJONE, Giandomenico. *Op. Cit.*, p. 66-67.

⁷⁹⁷ Cf. SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 11.

Não obstante as críticas à estratégia política de centralização da supervisão das *independent agencies* norte-americanas em um órgão central vinculado à Presidência (OMB),⁷⁹⁹ é fato notório que o modelo foi adotado em outros países, o que denota um grau forte de legitimidade e eficiência quanto aos seus fundamentos.⁸⁰⁰

E não há motivos para o Brasil fugir dessa pauta de atuação regulatória, sobretudo em relação à regulação financeira sistêmica do país. Ainda que a estrutura institucional regulatória do Sistema Financeiro Nacional apresente resultados ótimos, aprimoramentos regulatórios não podem ser negligenciados.

Medir a análise de custos e benefícios da regulação financeira sistêmica, além de legitimar os processos regulatórios, servirá para estimular o debate sobre o funcionamento mais eficiente dos mercados financeiros. Em termos de resultados, é plausível esperar o oferecimento de instrumentos financeiros mais capazes de viabilizar os projetos econômicos das pessoas ao longo do tempo sem que se descuide, simultaneamente, dos aspectos de segurança regulatória do sistema financeiro, com ganhos inestimáveis à economia do país.

⁷⁹⁸ O processo de submissão dos projetos regulatórios e o papel do OMB é sintetizado por Marcos Juruena Villela Souto da seguinte forma, *in verbis*: “O OMB faz, então, um papel revisor, evitando controvérsias e conflitos entre as políticas regulatórias implementadas pelas agências e para afastar regulações particularmente indesejáveis. O passo seguinte é a elaboração de uma Análise do Impacto Regulatório (Regulatory Impact Analysis - RIA), pela qual se impõe à agência que calcule os benefícios e os custos da regulação, informando se aqueles superam estes, bem como informando as desejáveis alternativas. Este é o grande critério de análise das regulações, ou seja, assegurar que os benefícios superem os custos. Uma vez concluída essa etapa, a agência deve remeter o RIA para a revisão do OMB (em um criticável processo secreto, que se justifica para habilitar a agência a fazer as alterações desejadas sem ter que admitir publicamente um erro), o que deve ocorrer em até sessenta dias antes de a agência expedir o comunicado de proposta de regulação (Notice of Proposed Rulemaking - NPRM). Nesse período, o OMB analisa o relatório e os seus adendos, aprovando-o, na maioria dos casos, embora não seja raro negociar com a agência um incremento na regulação (raros são os casos de rejeição, hipótese em que a agência pode rever, retirar a proposta ou interpor recurso ao Presidente). Com a aprovação do OMB, a agência publica a NPRM no Federal Register, com o objetivo de divulgar a proposta e sua motivação, demonstrando os custos e benefícios da política regulatória, ficando aberta ao debate público (num período de trinta a noventa dias) para conhecimento e comentários, após o que a agência deve apresentar a redação final” (SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 56-57).

⁷⁹⁹ Tal tema será retomado a seguir, quando será abordada a necessidade de coordenação da supervisão presidencial com os projetos regulatórios setoriais, no qual predominam aspectos técnicos e um horizonte temporal contínuo de execução de projetos regulatórios de médio e longo prazos.

⁸⁰⁰ Segundo narrado por Luís Guilherme Catarino, “à semelhança do que sucede nos EUA, na Austrália e Canadá, o governo britânico criou desde 1998 uma Regulatory Impact Unit dentro do Cabinet Office (National Audit Office) que promove, entre inúmeras tarefas, os “Principles of good regulation” (transparência, accountability, proporcionalidade, consistency e targeting) identificando riscos, meios de os enfrentar e regulação obsoleta. Se no caso concreto existe verdadeira necessidade de regulação, analisa a necessidade, simplicidade e flexibilidade e custo mínimo (Benefit-Cost Analysis ou Regulatory Impact Assessments, latamente designados por Regulatory Impact Analysis, Ris ou RIA)” (CATARINO, Luis Guilherme. *Op. Cit.*, p. 249).

3.2 Juridicidade administrativa e a regulação financeira sistêmica brasileira: os fundamentos de legitimidade constitucional de atuação regulatória.

A atividade de regulação financeira sistêmica dos mercados é, essencialmente, complexa e dinâmica, o que demanda das instituições políticas o desenvolvimento contínuo e sistemático de aprimoramentos e soluções regulatórias, a fim de manter níveis razoáveis de estabilidade financeira ao longo do tempo.

Assim, os processos regulatórios, que exigem *expertise* técnica e quadros profissionais qualificados, têm sido conduzidos, em quase todos os países do mundo, por autoridades reguladoras financeiras, integrantes de estruturas administrativas descentralizadas dos Estados.

Não obstante, as estratégias de descentralização administrativa dos processos regulatórios, quando acompanhada da outorga de graus reforçados de autonomia às instituições administrativas regulatórias, têm sido alvo de questionamentos relacionados à legitimidade política dessa escolha institucional,⁸⁰¹ mormente sob a alegação de desvirtuamento das ideias fundamentais de participação e controle social próprias da democracias constitucionais plurais,⁸⁰² que estariam alicerçadas em um modelo de separação de poderes que assegura primazia decisória ao Poder Legislativo, na medida em que seus integrantes são eleitos, diretamente, pelos cidadãos, livres e iguais.⁸⁰³

Posta a questão, ainda que de forma resumida, é preciso investigar, com maior profundidade, quais são os dilemas institucionais efetivamente existentes em sociedades constitucionais democráticas na relação entre Poderes, a fim de dimensionar a eficácia contemporânea do valor epistêmico da democracia nos processos regulatórios.

⁸⁰¹ A propósito, a grande controvérsia a respeito das estratégias de descentralização administrativa, atreladas a reforços de autonomia institucional, é o seu déficit democrático, cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *A Legitimidade Democrática das Agências Reguladoras*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 1. Em sentido mais amplo, o debate original do Direito Administrativo clássico firmado entre autoridade e liberdade é transformado, no cenário constitucional contemporâneo, por um diálogo institucional mais dinâmico entre eficiência e legitimidade, cf. BAPTISTA, Patrícia. *Transformações do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 243-250, *passim*.

⁸⁰² A gestão pública na pluralidade é, naturalmente, complexa. Conforme anotado por André-Jean Arnaud, a tradição monocentrada que impacta o Direito Público vê os regimes democráticos plurais, de certo modo, como curiosidade ou aberração, cf. ARNAUD, André-Jean. *O Direito Contemporâneo entre Regulamentação e Regulação: O Exemplo do Pluralismo Jurídico*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 3.

⁸⁰³ O papel institucional do Poder Judiciário quanto aos processos regulatórios majoritários, guiados pelo Poder Executivo e Legislativo, será objeto específico do capítulo seguinte.

E o passo essencial para isso é um estudo inicial contextual e histórico sobre o surgimento e a evolução do Direito Administrativo, que acompanha, à evidência, o desenvolvimento da noção de democracia e a pretensão de tutela de direitos em sociedades constitucionais. Conforme ressalta Paulo Otero, o vínculo do Direito Constitucional com o Direito Administrativo é um casamento sem divórcio⁸⁰⁴.

Pois bem, ordinariamente, o advento do constitucionalismo moderno é atribuído como resultado das Revoluções liberais ocorridas ao longo dos séculos XVII a XIX, cujos fundamentos estariam assentados no princípio da legalidade, em razão do qual seria possível garantir a proteção de liberdades públicas através da previsão de limitações heterovinculativas à atuação estatal pelo Poder Legislativo.

Vale dizer, a legalidade surgiria como um produto histórico associado à preservação das liberdades individuais dos cidadãos⁸⁰⁵ em substituição aos regimes políticos absolutistas, cujas liberdades somente poderiam ser limitadas pelo autoconsentimento dos cidadãos no âmbito legislativo segundo o princípio majoritário, o que ia ao encontro das pretensões políticas da burguesia como classe social ascendente que assumia o protagonismo na definição e execução de políticas públicas.

Em termos institucionais, sustentava a lógica de fundamentação do constitucionalismo moderno a adoção de um modelo rígido de separação de poderes, em que a estratégia legítima de distribuição de funções entre Poderes deveria conferir primazia à atuação do Poder Legislativo, o que significava que os demais Poderes, inclusive a Administração Pública, não poderiam inovar ou produzir nenhum grau de normatividade em suas atividades, em deferência total aos resultados legislativos.

Em suma, o surgimento do Direito Administrativo, sob a forma de legalidade administrativa, é associado pela doutrina clássica a uma ótica monista ou de legalismo maximalista, reveladora de uma crença nas virtudes intrínsecas do conteúdo das leis e atos normativos produzidos pelo Poder Legislativo, tido como a instância deliberativa ótima.

E essa é a doutrina que tem sido disseminada há muito tempo no Direito Administrativo brasileiro, com amparo no exemplo da história constitucional da França e nos estudos da doutrina administrativa francesa e italiana. Mas será que essa

⁸⁰⁴ V. OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 29.

⁸⁰⁵ OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 45-48, *passim*.

compreensão é adequada em termos históricos e teóricos, além de socialmente eficaz e compatível com o constitucionalismo democrático contemporâneo? Acredita-se que não, pelas seguintes razões.

De início, pode-se afirmar que o legalismo maximalista, enquanto hipotética heterovinculação da Administração Pública à vontade dos cidadãos representados no Poder Legislativo, consiste em um entendimento político-institucional equivocado da história constitucional da França e de países da Europa Continental, o que tem sido denunciado e estudado por administrativistas europeus como Paulo Otero e Eduardo García de Enterría,⁸⁰⁶ e, no Brasil, principalmente, por Gustavo Binbenojm.⁸⁰⁷

Quanto ao ponto, tornaram-se conhecidas as afirmações críticas segundo as quais a doutrina tradicional do Direito Administrativo teria endossado ou incorporado uma “ilusão garantística da gênese”⁸⁰⁸ e/ou aderido, em termos políticos, ao “mito da sociedade autossuficiente”.⁸⁰⁹

Conforme se infere, principalmente, da experiência histórica dos países da Europa Continental, além da influência política inequívoca do Poder Executivo na pauta e conteúdo das deliberações legislativas,⁸¹⁰ a adoção ou permanência de estruturas

⁸⁰⁶ V. OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011; e ENTERRÍA, Eduardo García de. *Revolución Francesa y Administración Contemporánea*. Madrid: Thomson Civitas, 1998.

⁸⁰⁷ V. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 9-11.

⁸⁰⁸ Cf. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 275.

⁸⁰⁹ V. ENTERRÍA, Eduardo García de. *Op. Cit.*, p. 21. O “mito da sociedade autossuficiente” significa a aceitação da ideia de que a sociedade, representada no Poder Legislativo, tem o completo controle político do seu destino, sem interferência normativa dos demais Poderes.

⁸¹⁰ A evolução do Direito Administrativo na Europa continental foi marcada pelo protagonismo do Poder Executivo em relação ao Poder Legislativo, tal como evidenciado no caso da França. Afirmar o contrário pode ser reputado um “*equivoco histórico-sistemático face ao princípio da separação de poderes*” (OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 272). Em linhas gerais, a política sempre foi conduzida, conjuntamente, pelo Poderes Legislativo e Executivo, não havendo como dissociar os movimentos políticos de ambos de forma estanque. Com efeito, atualmente, essa percepção é muito mais inequívoca, conforme aponta Gustavo Binbenojm, *in verbis*: “*O direito administrativo contemporâneo é, portanto, em boa parte, fruto da competência normativa direta do Executivo, ou de leis de Parlamento que foram propostas, votadas e aprovadas conforme o interesse e a conveniência da Chefia do Executivo, através das maiorias parlamentares (...) Ressalte-se que é universal o fenômeno da participação ativa do Executivo no processo legislativo, sendo que quase todas as Constituições conferem à Chefia daquele Poder atribuição para iniciativa de lei e, quando não há previsão formal, o Executivo o faz indiretamente, como nos Estados Unidos*” (BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 136).

institucionais de jurisdição administrativa através de Conselhos de Estado,⁸¹¹ imunizava os atos do Poder Público do controle judicial ordinário, com o nítido propósito de afastar questões administrativas de controles institucionais externos.

Vale dizer, o projeto de heterovinculação da Administração Pública às leis e atos normativos produzidos pelo Poder Legislativo mostrou-se fictício em termos práticos, pois o Poder Executivo, frequentemente, exercia grande força política no âmbito legislativo e não estava sujeito ao controle judicial, mas às deliberações autovinculativas do Conselho de Estado.⁸¹²

Além disso, o legalismo maximalista interpreta, de forma equivocada, as obras políticas que servem de referência ao estudo do tema da separação de poderes. Um traço marcante de todas essas obras, a despeito de variações particulares, é enfatizar que a separação de poderes implica em um sistema de cooperação articulada e controle mútuo entre Poderes com vistas a evitar abusos de poder, de maneira que o Poder Legislativo não deve assumir, integralmente, a atividade política exercida no âmbito do Estado.⁸¹³

Com referência especial à obra de Montesquieu, Eros Roberto Grau enfatiza que esse autor, “além de jamais ter cogitado de uma efetiva separação dos poderes, na verdade enuncia a moderação entre eles como divisão dos poderes entre as potências e a limitação ou moderação das pretensões de uma potência pelo poder das outras”,⁸¹⁴

⁸¹¹ Segundo Paulo Otero, em França, a jurisdição administrativa já existia antes da Revolução e foi mantida pelos revolucionários por razões políticas, com vistas a afastar questões administrativas de Direito Público dos tribunais comuns, a fim de ampliar a liberdade decisória da Administração. V. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 275.

⁸¹² A título ilustrativo, a realidade histórica pós-Revolução francesa mostra que a ideia de legalidade administrativa, vinculada a uma teoria rígida de separação de poderes, foi usada como pretexto para o Poder Executivo se “autovincular” através do Conselho de Estado, criando, ao longo do tempo, um Direito da Administração Pública e não um Direito dos Administrados. Em relação à questão, Paulo Otero é incisivo, *in verbis*: “A ideia clássica de que a Revolução Francesa comportou a instauração do princípio da legalidade administrativa, tornando o executivo subordinado à vontade do parlamento expressa através da lei, assenta num mito repetido por sucessivas gerações: a criação do Direito Administrativo pelo *Conseil d’Etat*, passando a Administração Pública a pautar-se por normas diferentes daquelas que regulavam a actividade jurídico-privada, não foi um produto da vontade da lei, antes se configura como uma intervenção decisória autovinculativa do executivo sob proposta do *Conseil d’Etat*” (OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 271).

⁸¹³ Após consulta à extensa pesquisa feita por Paulo Otero a respeito das obras de Montesquieu, Locke, Rousseau, Kant, Hegel e Constant, é possível inferir que não existe uma regra teórica geral comum de subordinação integral do Poder Executivo ao Poder Legislativo; ao contrário, vários autores reconhecem uma margem legítima de atuação do Poder Executivo ou, até mesmo, em Rousseau, ponderações à regra da “vontade geral” em favor dos demais Poderes. V. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 49-92, *passim*.

⁸¹⁴ GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 234.

sendo certo que a ideia teórica básica de Montesquieu, de caráter contingente,⁸¹⁵ é a de sustentar que o Poder Executivo tem legitimidade para ações conjunturais, enquanto o Poder Legislativo assume o protagonismo na função de estabelecer as diretrizes políticas de atuação.⁸¹⁶

Sem embargo, o legalismo maximalista não lida de forma adequada com o processo evolutivo de expansão da democracia e dos deveres inclusivos impostos ao Estado, assim como não é integralmente apto a tratar das necessidades políticas geradas pelo aumento de complexidade e dinamicidade social, próprios do contexto histórico iniciado no século passado.

Com efeito, devido à ampliação do deveres administrativos do Estado, não obstante esforços legislativos muitas vezes ineficientes,⁸¹⁷ gerou-se um movimento político de criação de entidades administrativas especializadas, dotadas de autonomia funcional e de poder normativo, instituídas através de autorizações legais habilitadoras de competências, com o objetivo de gerir, de modo mais flexível e adaptativo, os

⁸¹⁵ Em relação aos estudos de Montesquieu, Alexandre Santos de Aragão tece os seguintes comentários, *in verbis*: “a doutrina de Montesquieu, além de ter sido objeto de interpretações radicais e absolutas, não contempladas pelo próprio autor, nunca foi aplicada em sua inteireza. Ademais, não existe ‘uma separação de poderes’, mas muitas, variáveis segundo cada direito positivo e momento histórico diante do qual nos colocamos” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 371).

⁸¹⁶ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 230. Em sequência, Eros Roberto Grau sintetiza o seu entendimento quanto à obra de Montesquieu da seguinte forma, *in verbis*: “Instrumento de implementação de políticas públicas, o direito já não regula exclusivamente situações estruturais, passando a ordenar situações conjunturais. Nesse momento perece a concepção da lei como norma abstrata e geral, que garante e assegura a calculabilidade e a previsibilidade. O direito torna-se contingente e variável. A ‘lei’, texto normativo produzido pelo Legislativo, não pode mais ser tomada como categoria absoluta: é necessário, mais do que nunca, distinguir entre lei em sentido formal e lei em sentido material. Interpenetram-se os campos de atuação do Executivo e do Legislativo: aquele, a exercitar, amplamente, função normativa; este, a produzir leis-medida. A leitura tradicionalmente desenvolvida da ‘separação de poderes’ perde todo o seu sentido” (GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 185).

⁸¹⁷ Em linhas gerais, esse fenômeno é tratado pela doutrina administrativista sob o rótulo da “crise da lei formal” ou “inflação legislativa”, que designam um fenômeno amplo de incapacidade institucional do Poder Legislativo em lidar com a regulação de cenários sociais mais dinâmicos e complexos. V. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 126-128. A tendência política de privilegiar arranjos administrativos descentralizados mais eficientes é assim percebida por Diogo de Figueiredo Moreira Neto, *in verbis*: “Tudo concorre para que, pouco a pouco, substitua-se um monopólio legislativo ineficiente por um sistema de comandos normativos descentralizado e polivalente, remanescendo, todavia, com as casas legislativas nacionais, tal como previra Georges Langrod, apenas o monopólio da política legislativa, que vem a ser a competência para firmar princípios e baixar as normas gerais, a serem observadas pelas demais fontes intraestatais; é o movimento que hoje se tem denominado de regulática: um caminho aberto para uma maior eficiência normativa” (MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Quatro paradigmas do direito administrativo pós-moderno: legitimidade, finalidade, eficiência, resultados*. Belo Horizonte: Forum, 2008, p. 117).

processos públicos de efetivação social das respectivas tarefas estatais, suprindo, com maior eficiência, os aspectos de “imperfeição intrínseca da lei”.⁸¹⁸

Paralelamente, o desgaste estrutural do modelo de “Executivo Unitário”, com caráter centralizado e hierárquico em relação à Administração Pública,⁸¹⁹ além de pensado para sociedades políticas mais homogêneas ou democraticamente excludentes, cede a arranjos institucionais administrativamente descentralizados, caracterizando um processo de ampliação organizativa de células institucionais de poder em diferentes entidades e órgãos modelado sob a forma de “Administração Policêntrica”.⁸²⁰

Em outras palavras, a doutrina clássica em Direito Administrativo, defensora do legalismo maximalista, não é adequada para lidar com o fenômeno de alargamento institucional da Administração Pública, impulsionador de estratégias políticas de descentralização administrativa tendencialmente mais eficientes à gestão pública de fenômenos sociais mais complexos e dinâmicos, assim como instituidora de ambientes deliberativos e normativos mais plurais e inclusivos.⁸²¹

⁸¹⁸ A expressão “imperfeição intrínseca da lei”, formulada por Paulo Otero, serve para designar um fato inquestionável: leis e atos normativos oriundos do Poder Legislativo, via de regra, se muito abrangentes ou detalhados, não geram bons resultados sociais ao longo do tempo. Tal defeito não é próprio dos legisladores em si, mas, sobretudo: (i) da rigidez e lentidão inerentes aos processos legislativos e (ii) do déficit informacional e falta de especialização técnica dos legisladores. Em razão disso, tornou-se comum a adoção de estratégias políticas tendentes a outorgar autonomia institucional e poderes normativos a instituições administrativas especializadas, cujas leis e atos normativos habilitadores de competência têm se valido, para a preservação prática da funcionalidade da atividade legislativa, de “conceitos jurídicos indeterminados”, cláusulas gerais”, etc. A propósito, são importantes as considerações de Paulo Otero quanto ao ponto, *in verbis*: “*Observa-se que a própria lei, além de não ter capacidade de prever todas as necessidades coletivas a satisfazer, nem de consagrar os melhores processos em concreto aptos para a respectiva satisfação, não pode antecipar, prevenir ou contrariar os novos riscos que espreitam as modernas sociedades desenvolvidas: as súbitas crises dos mercados financeiros, os desastres ecológicos, os ataques terroristas ou as catástrofes naturais são meros exemplos de situações que não encontram na actividade do poder legislativo a resposta pronta, eficaz e perfeita. O Estado-administrador é hoje, por isso mesmo, uma inevitabilidade histórica. (...) Acontece mesmo, por paradoxal que possa ser, que só uma intencional imperfeição ou incompletude de muitas das normas pode salvar as leis de uma vigência efêmera em matéria de bem-estar e de prevenção de riscos: a utilização de conceitos indeterminados, o recurso a enumerações exemplificativas e a fuga para as cláusulas gerais, remetendo para o aplicador administrativo ou jurisdicional a concretização do Direito, tal como estabelecimento de meros critérios materiais de ponderação de futuras decisões administrativas através da fixação de fins e objectivos de acção, senão mesmo a crescente formulação de normas conferindo poderes discricionários aos órgãos administrativos, tornam-se inevitabilidades que, além de reforçarem a função constitutiva da Administração na realização da juridicidade, geram uma progressiva indeterminação do Direito*” (OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 158-159).

⁸¹⁹ A respeito do esgotamento do modelo centralizado e hierárquico de Administração Pública, v. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 201.

⁸²⁰ Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 204.

⁸²¹ Cf. SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 135.

Por fim, há de se frisar que o legalismo maximalista é incompatível com o fenômeno constitucional contemporâneo.

Nas últimas décadas, embora não haja dúvidas sobre a legitimidade política das leis e atos normativos oriundos do Poder Legislativo como pontos importantes de partida na atividade de interpretação jurídica, consolidou-se a ideia de que a Constituição tem força normativa, vincula a atividade legislativa e constitui o fundamento jurídico principal de validade da atuação administrativa. Se há uma legalidade administrativa nos dias atuais, trata-se de uma legalidade democrática constitucional, relacionada à noção de juridicidade administrativa.⁸²²

Em suma, o parâmetro de atuação e controle da Administração Pública, pautado na legalidade estrita até então, expande-se para ser incluído em uma perspectiva axiológica-normativa mais ampla e complexa, fundamentada na Constituição.

Logo, por todos esses motivos, a tese do legalismo maximalista, que traduz, possivelmente, um resquício argumentativo da ditadura militar brasileira ou estratégia jurídica oportunista,⁸²³ não deve ser adotada para um estudo adequado da relação entre Administração Pública e Poder Legislativo à luz da Constituição brasileira 1988.

⁸²² O “princípio da juridicidade administrativa” foi formulado, originariamente, por Adolf Merkl, cf. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 142. Segundo Paulo Otero, a mudança operada pela juridicidade administrativa significa uma “transfiguração material da legalidade” sob os seguintes aspectos: (i) flexibilidade e neofeudalização normativas, em razão do que se institui um modelo normativo aberto e ponderativo para a definição do conteúdo da legalidade em um cenário de pluralismo normativo, que traz riscos de ativismo judicial e certa dose de insegurança jurídica; (ii) normatividade dos princípios, podendo-se cogitar de um ativismo constitucional no âmbito da Administração Pública; e (iii) relativização da intensidade vinculativa da normatividade, haja vista a abertura normativa gerada pela juridicidade administrativa a fontes normativas formais e informais oriundas do Direito Internacional. V. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 162-172.

⁸²³ O discurso em prol do controle estrito da legalidade dos atos administrativos ou a tese da legalidade maximalista ganhou muita força nos anos de ditadura militar brasileira por revelar-se a única forma de tentar controlar a Administração Pública na época. Por todos, v. SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 139. No que diz respeito ao uso estratégico oportunista da aludida tese pelos operadores jurídicos, trata-se de uma tentativa evidente de sustentar a possibilidade de invalidação de atos administrativos a partir de um método de discurso jurídico muito mais fácil, pois argumentar que o ato administrativo não tem fundamento legal formal é de formulação simples e isenta quem alega do ônus de enfrentar o conteúdo do ato administrativo impugnado. Quanto ao ponto, a opinião de Carlos Ari Sundfeld é relevante ao propósito de sustentar a tese de que “sacralizar a lei e sacralizar a Constituição para diminuir dirigentes e servidores públicos é uma possível estratégia de profissionais do Direito em busca de mais espaço, mais poder, mais prestígio. Por isso que a redemocratização não abalou o monismo no Brasil, antes justificável como resistência ao autoritarismo” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 142). Não obstante, o legalismo maximalista subsiste com a seguinte formulação, *in verbis*: “Ela envolve a defesa de que as leis sejam maximalistas, não podendo deixar espaço para deliberações próprias do administrador. Ela defende, por isso, interpretações constitucionais e legais que redundem na máxima restrição desse espaço de deliberação. Envolve também a crítica e denúncia de inconstitucionalidade contra leis que atribuam à Administração competências amplas, inclusive normativas (isto é, competências para editar normas que não se limitem

Pois bem, a partir de agora serão analisados dois temas de extrema relevância ao desenho institucional da regulação financeira sistêmica dos mercados que envolvem eficiência administrativa e legitimidade democrática, a saber: (i) a instituição de autoridades reguladoras financeiras sob a forma de “agências reguladoras” e, especificamente, (ii) o poder normativo atribuído a essas instituições.

Segundo já ressaltado, o debate desses temas não pode ser contaminado pela tese do legalismo maximalista, sob pena de perda de todas as potencialidades da aplicação da ideia de razão prática regulatória quanto ao estudo da relação entre Administração Pública e Poder Legislativo em sociedades democráticas constitucionais.

Dito de outro modo, o legalismo maximalista peca por ser uma teoria específica estática não plural, que negligencia um olhar mais crítico sobre o funcionamento efetivo das instituições políticas e a importância do contexto contingente decisório próprio de ambientes democráticos, além de excessivamente dogmático e formalista, pois ignora a importância da análise da eficiência das instituições e o exame substancial das consequências das decisões estatais sobre questões políticas fundamentais.

Nesse sentido, a substituição do legalismo maximalista pelo legalismo constitucional, segundo a perspectiva da juridicidade administrativa, é essencial para a compreensão de que o estabelecimento de agências reguladoras financeiras, dotadas de poder normativo, é a estratégia institucional mais eficiente aos objetivos da ideia de razão prática regulatória, que deve se compatibilizar com o funcionamento interativo das instituições políticas majoritárias.

Conforme resalta Paulo Otero, há três fenômenos principais que podem ser observados na relação entre Poder Executivo (Administração Pública) e Legislativo na realidade política contemporânea, quais sejam: (i) os partidos políticos são o núcleo do sistema político e, quando o respectivo candidato assume a Chefia do Poder Executivo, há uma articulação necessária para a manutenção de maioria nas Casas Legislativas,⁸²⁴ onde serão avaliadas, por sua vez, as indicações feitas pelo Poder Executivo central das pessoas que integrarão a composição dos órgãos e entidades regulatórias, o que segue, portanto, a lógica dos ciclos político-eleitorais; (ii) a crise da democracia representativa tem gerado um movimento complementar importante de democracia participativa, em que a cooperação voltada ao consenso assume o caráter de critério legitimador na

ao desdobramento analítico de conteúdos sintéticos já contidos em lei)” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 133-134).

⁸²⁴ Tal articulação é essencial em sistemas parlamentares, cf. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 139.

Administração Pública,⁸²⁵ e (iii) a necessidade fática de eficiência flexível na gestão pública continuada de processos regulatórios sustentáveis de longo prazo tem enfraquecido ou desincentivado a capacidade institucional do Poder Legislativo.⁸²⁶

Diante dos desafios impostos pelo Direito Administrativo contemporâneo⁸²⁷ e em segundo a ideia de razão prática regulatória, as estratégias político-institucionais têm sido desenhadas de acordo com as seguintes diretrizes básicas: (i) o Poder Legislativo, ciente de suas limitações institucionais, tem se valido de leis-quadro ou leis-medida,⁸²⁸ a fim de estabelecer diretrizes normativas gerais em prol de uma atuação regulatória mais eficiente de instituições descentralizadas, dotadas de especialização técnico-funcional e agilidade decisória; (ii) a escolha dos dirigentes dessas instituições é mantida no âmbito de procedimentos políticos dos quais participam o Poder Executivo central e o Poder Legislativo, a fim de legitimar, democraticamente, a investidura em cargos relevantes na

⁸²⁵ Trata-se do que Paulo Otero chama de “neocorporativização da decisão política”, em que aspectos substanciais e procedimentais interagem no sentido da “transfiguração material da normatividade”. V. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 140-143. Sobre o tema, v. MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Autonomia Decisória, Discricionariedade Administrativa e Legitimidade da Função Reguladora do Estado no Debate Jurídico Brasileiro*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 266.

⁸²⁶ V. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 145. Dignos de menção são seus comentários acerca da subsistência da predominância da autovinculação administrativa nos dias atuais, *in verbis*: “Além de perder relevância prática a circunstância de se encontrar juridicamente concentrada no parlamento a competência legislativa, isto sem prejuízo dos poderes normativos do executivo, verifica-se que o controle político da maioria parlamentar pelo chefe do governo acaba por transferir para o executivo uma supremacia decisória que, em termos de legalidade administrativa, se mostra em tudo análoga à natureza autovinculativa que aquela detinha sobre o executivo nos modelos constitucionais assentes na supremacia do poder real” (OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 104). À evidência, esse processo institucional direcionado ao fortalecimento do protagonismo político da Administração Pública, sobretudo de suas funções normativas, traz riscos, isto é, “a necessidade atual de um ordenamento mais flexível envolve, inexoravelmente, todos os riscos de uma maior atuação normativa da Administração e que devem ser necessariamente sopesados pelo Direito Administrativo, especialmente num contexto de democracia recente como o brasileiro” (ROMAN, Flávio José. *A Função Regulamentar da Administração Pública e a Regulação do Sistema Financeiro Nacional*. In: JANTALIA, Fabiano (coord.). *A Regulação Jurídica do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 59).

⁸²⁷ Segundo Conrado Hubner Mendes, há um duplo desafio imponente às instituições políticas oficiais no âmbito do Direito Público contemporâneo, consistente em: “dispor de instrumentos jurídicos que controlem o exercício do poder político sem se deixar envolver pelas tentações ideológicas e retóricas que rotineiramente o rodeiam; repensar a anatomia do poder político, estruturando-o sob novos paradigmas, para que possa fazer frente a um poder econômico transnacional” (MENDES, Conrado Hubner. *Reforma do Estado e Agências Reguladoras: Estabelecendo os Parâmetros de Discussão*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 99-100).

⁸²⁸ É bom frisar que a juridicidade administrativa tem nas leis e atos normativos editados pelo Poder Legislativo uma fonte essencial de normatividade, isto é, a “lei positiva” nunca deixou de integrar a normatividade administrativa. O que ocorre, a rigor, em prol da eficiência, é a ascensão do protagonismo da Administração Pública atrelado a uma “tentativa de ‘fuga’ do legislativo para a decisão administrativa através de leis-medida”, cf. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 31.

estrutura de organização administrativa; (iii) a coordenação e o controle indireto das atividades regulatórias das instituições descentralizadas permanecem no rol de competências do Poder Legislativo e do Poder Executivo central, o que reforça a legitimidade democrática dos resultados obtidos pelos reguladores, sem prejuízo do controle judicial;⁸²⁹ e (iv) há fortes razões para reforçar a autonomia de autoridades reguladoras em setores socialmente relevantes, com foco na sustentabilidade e continuidade de projetos regulatórios de longo prazo, a fim de evitar distorções geradas por tensionamentos políticos imediatistas de curto prazo.⁸³⁰

Adicionalmente, por ser o ideal de razão pública o padrão definidor do conteúdo da razão prática regulatória, o formato das agências reguladoras financeiras deve ser racionalmente moldado para instituir-se arranjos institucionais coordenados, tendencialmente cooperativos e imparciais, capazes de exercer suas competências legais de forma eficiente, com foco em projetos inclusivos de aprimoramento regulatório de longo prazo (*better regulation*), pautados em razões públicas e sujeitos ao dever democrático-institucional de prestação pública periódica de contas (*accountability*).

Logo, de acordo com essas premissas básicas, é importante estabelecer, de maneira transparente, quais são as regras e parâmetros públicos de controle e coordenação na relação entre reguladores e entre regulador com o Poder Executivo central, assim como em relação ao controle indireto a ser feito pelo Poder Legislativo,

⁸²⁹ Assim, concedem-se poderes regulatórios diretos, com inevitável carga discricionária, para que a regulação seja gerida de forma dinâmica e adaptativa, fundamentada em análises técnicas de diagnóstico e prognóstico regulatórios, em que a intensidade de regulação é dosada de forma sistêmica. Por outro lado, todo esse processo regulatório é acompanhado e controlado, indiretamente, pelo Poder Executivo central e Poder Legislativo, com eventual intervenção judicial.

⁸³⁰ No Brasil, as “agências reguladoras”, em verdade, são autarquias com estrutura institucional dotada de grau de autonomia reforçada, de acordo com o Direito positivo, cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *A Legitimidade Democrática das Agências Reguladoras*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 3. Logo, sob o aspecto formal, “agências reguladoras” é mero rótulo que não designa um novo modelo institucional para a regulação de setores econômicos específicos, mas descreve o processo de fortalecimento da autonomia institucional de determinadas autarquias (V. MENDES, Conrado Hubner. *Reforma do Estado e Agências Reguladoras: Estabelecendo os Parâmetros de Discussão*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 103). Nesse mesmo sentido: GRAU, Eros Roberto. *As agências, essas repartições públicas*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 27; GOMES, Joaquim Barbosa. *Agências Reguladoras: A “Metamorfose” do Estado e da Democracia*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 27; e AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 228. De modo geral, são características das “agências reguladoras”: (i) a autonomia política dos dirigentes, protegidos por mandatos a termo (estabilidade), vedada a possibilidade de exoneração *ad nutum*, além da previsão de quarentena; (ii) a autonomia técnica decisional, o que afasta o cabimento de “recurso hierárquico impróprio”; (iii) a atribuição de autonomia para o exercício de função normativa; e (iv) a autonomia gerencial, orçamentária e financeira, sobretudo com a instituição de taxa de fiscalização, cf. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 252.

sem prejuízo do controle social da regulação e da definição das diretrizes normativas mínimas que irão fundamentar e nortear o exercício do poder normativo regulatório próprio do exercício da capacidade normativa de conjuntura econômica. São esses os dois aspectos que serão abordados a seguir.

3.2.1 Legitimidade democrática das agências reguladoras financeiras.

Afirmar a legitimidade democrática das “agências reguladoras” representa a defesa da aplicação da razão prática regulatória em sociedades democráticas constitucionais, pois não existe um modelo institucional ideal de desenho regulatório para a Administração Pública, ainda que haja um modelo-padrão, dotado de características gerais, para as agências reguladoras.⁸³¹

Essa breve síntese inicial serve como base de fundamentação para compreender a democracia como valor que transcende os ciclos político-eleitorais⁸³² e se mostra aplicável a instituições propositadamente desenhadas para ter maior grau de autonomia

⁸³¹ Vale dizer, embora seja a razão prática regulatória definida segundo o ideal de razão pública, que preza pela construção racional de estratégias político-institucionais sustentáveis ao longo tempo em prol da expansão inclusiva das liberdades conforme o critério da reciprocidade, a organização da Administração Pública pode ser democraticamente estruturada em ambientes deliberativos com graus diversos de autonomia, dependendo das necessidades políticas contextuais. Quanto ao ponto, são precisos os comentários de Marçal Justen Filho, que aderem à ideia de razão prática regulatória, *in verbis*: “*Em primeiro lugar, a Democracia consiste numa experiência concreta, inconfundível com formulações teóricas e abstratas. Não é cabível eleger uma determinada concepção teórica como paradigma para avaliação do cunho democrático de um sistema. Isso corresponderia a confundir a instituição social com o discurso abstrato de um pensador. Em segundo lugar, a Democracia tem de ser situada em face da dinâmica evolutiva da História. Não é viável subordinar a avaliação do cunho democrático de uma organização política atual aos parâmetros de um momento histórico não mais existente. Em terceiro lugar, a Democracia deve ser examinada em face das circunstâncias sociopolíticas de que se trate. Não há como comparar sociedades diversas, ainda que coexistentes contemporaneamente, elegendando as instituições de uma como padrão de avaliação das instituições de outra*” (JUSTEN FILHO, Marçal. *Agências Reguladoras e Democracia: Existe um Déficit Democrático na “Regulação Independente”?* In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 230-231). Logo, uma concepção dinâmica de separação de poderes não traz constrangimentos formais significativos para que sejam criadas “agências reguladoras”, cf. SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 97.

⁸³² Conforme Marçal Justen Filho, “*reduzir a legitimação democrática exclusivamente à via da eleição popular reflete uma concepção limitada, insuficiente e inadequada sobre o próprio conceito de Democracia*” (JUSTEN FILHO, Marçal. *Op. Cit.*, p. 232). No mesmo sentido: MEDAUAR, Odete. *O Direito Administrativo em evolução*. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 197. Com relação à proteção das “agências reguladoras” contra ímpetos políticos de curto prazo, v. SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 50.

e prezar pela imparcialidade em caráter continuado, o que ocorre, por exemplo, há muito tempo no Brasil em relação ao Poder Judiciário e Tribunal de Contas.⁸³³

Logo, o reforço legal de autonomia necessário a transformar uma autarquia em uma “agência reguladora” não viola a democracia,⁸³⁴ notadamente porque resulta de um processo político legítimo voltado a proteger o exercício técnico-funcional especializado dos poderes administrativos de uma autoridade reguladora de voluntarismos políticos de curto prazo,⁸³⁵ com o fortalecimento da imparcialidade institucional e foco na sustentabilidade regulatória eficiente de longo prazo.⁸³⁶

E essa assertiva é essencial para a compreensão de tese que será sustentada nessa dissertação, qual seja, a de defesa da legitimidade da ideia segundo o qual todas as autarquias integrantes da estrutura regulatória do Sistema Financeiro Nacional, com algumas particularidades institucionais, devem ser “agências reguladoras”.

Obviamente, isso não quer dizer que haja autonomia integral ou independência absoluta das agências reguladoras financeiras, na medida em que estão imersas em uma

⁸³³ Alexandre Santos de Aragão estuda tal fenômeno à luz da teoria dos “poderes neutrais do Estado”. De acordo com essa teoria, os traços institucionais básicos desses poderes são os seguintes, *in verbis*: “(1) caráter não eletivo do provimento dos seus titulares, (2) a natureza preponderantemente técnica das suas funções e (3) a independência, ou seja, a ausência de subordinação hierárquica aos poderes políticos eletivos do Estado como forma de propiciar (4) o exercício imparcial das suas funções em relação aos diversos interesses particulares que estiverem em jogo, aos interesses do próprio Estado do qual fazem parte e à vontade majoritária da sociedade manifestada por seus representantes” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *A Legitimidade Democrática das Agências Reguladoras*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 18).

⁸³⁴ A compatibilidade entre a instituição de agências reguladoras e a democracia é assim tratada por Gustavo Binjenbojm, *in verbis*: “No que se refere aos pontos de contato entre as agências independentes e o princípio democrático, ao menos duas linhas de argumentação mostram-se plausíveis. Primeiro, a ideia de submeter o controle sobre políticas vocacionadas ao longo prazo e exigentes, por sua natureza, de uma gestão predominantemente técnica e profissional, pode ser vista como uma forma de exercício democrático. Relembre-se que a democracia não é um conceito que se confunda com a regra da maioria; democracia é, sobretudo, um projeto de exercício de autogoverno coletivo em que as deliberações sociais se realizam ao longo do tempo. Nesta toada, uma deliberação coletiva que represente um pré-comprometimento em médio ou longo prazo exige, como condição para seu cumprimento, uma gestão menos responsiva à lógica político-eleitoral e mais responsiva ao direito e à racionalidade técnica. Em última análise, fazer cumprir os pré-compromissos assumidos democraticamente é, também, uma forma de realizar o ideal democrático de autogoverno coletivo” (BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 297). Adicionalmente, é importante frisar que o horizonte temporal de atuação dos servidores públicos que compõem a burocracia regulatória é contínuo e não se confunde com o dos ciclos político-eleitorais, além de a lógica deliberativa ser distinta, cf. ACKERMAN, Bruce. *A Nova Separação de Poderes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 77.

⁸³⁵ Sobre a eficiência das agências regulatórias como meio institucional de promoção da estabilidade regulatória, enquanto fator de inibição ao patrimonialismo e clientelismo, v. MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Agências reguladoras e democracia: participação pública e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 191.

⁸³⁶ Cf. SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 97).

cadeia de conexões políticas dialógicas formais e informais com as demais instituições integrantes da Administração Pública,⁸³⁷ além de sujeitas ao controle político indireto de suas atividades pelo Poder Executivo central, supervisão pelos respectivos Ministérios e Conselho Monetário Nacional, sem prejuízo do controle social da regulação e dos instrumentos de controle próprios dos demais poderes.

Logo, o argumento de *déficit* de responsabilidade política na instituição e funcionamento das agências reguladoras não é sustentável, até porque a atribuição de autonomia legal reforçada, em geral, vem acompanhada de exigências mais rigorosas de prestação pública periódica de contas (*accountability*) e mecanismos adicionais de supervisão política indireta, de múltipla origem, quanto aos objetivos e resultados regulatórios.⁸³⁸

Ademais, vista a questão sob o aspecto formal do desenho regulatório institucional estritamente considerado, as agências reguladoras são constituídas com fundamento na Constituição e nas leis ou atos normativos habilitadores de suas competências, nos quais estão estabelecidos parâmetros normativos de atuação e controle múltiplo *ex ante*, *ongoing* e *ex post* dos objetivos e resultados da regulação.

Em suma, observa-se a subsistência de meios de supervisão política das atividades das agências reguladoras sob um formato mais indireto, a fim de proteger, simultaneamente, o exercício técnico-funcional especializado dessas instituições (eficiência), priorizando-se projetos regulatórios de longo prazo (sustentabilidade), o que é legitimado pela previsão de procedimentos inclusivos atributivos de direitos de participação social⁸³⁹ na definição do conteúdo da regulação.⁸⁴⁰

⁸³⁷ Sobre o fenômeno dinâmico de construção de conexões institucionais em torno de projetos sistêmicos de regulação, são pertinentes as considerações de Alexandre Santos de Aragão, *in verbis*: “*Estamos diante do que muitos qualificam como uma regulação estruturada em redes normativas fluidas e pouco hierarquizadas: a ideia de regulação surge em um campo jurídico em forma de rede, que permite delicadas operações de equilíbrio entre fontes de poder ao mesmo tempo complementares e concorrentes, que provocam interferências jurídicas em distintos subsistemas sociais (econômica, educação, ciência, etc.), levando à elaboração de princípios, regras e instituições mais adequadas ao seu modo de operar*” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 105).

⁸³⁸ Cf. MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Agências reguladoras e democracia: participação pública e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 189).

⁸³⁹ O direito de participação social nos procedimentos regulatórios, sobretudo quanto a projetos normativos, é um elemento democrático importante de legitimidade política e social do poder concedido às agências reguladoras. Ademais, há evidências empíricas fortes que atribuem maior tendência de eficácia à regulação quando o seu conteúdo resulta de discussões públicas em ambientes institucionais cooperativos voltados à geração de consensos, cf. MEDAUAR, Odete. *A processualidade no direito administrativo*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 69.

Dito de outro modo, segundo ressalta Paulo Todescan Lessa Mattos, há legitimidade evidente na instituição de agências reguladoras quando houver a previsão de meios de “responsabilização das agências reguladoras independentes, em especial quando, em função da delegação de funções executivas e legislativas, as agências têm poderes para decidir sobre o conteúdo da regulação, formulando políticas públicas”.⁸⁴¹

Quanto ao ponto, a experiência norte-americana é importante como referência para a exposição do tema, em razão de ser o país de origem da ideia institucional subjacente à constituição de agências reguladoras.

No período pós-crise mundial de 1929, ocorreram mudanças significativas de desenho político-institucional nos Estados Unidos da América. No contexto de execução do *New Deal* na década de 1930, evidenciou-se na história norte-americana um movimento forte de ascensão institucional do Poder Executivo e de criação de agências reguladoras (*independent agencies*) vinculadas ao Congresso norte-americano, dotadas de especialidade técnica para lidar com setores econômicos sensíveis, consolidando uma nova concepção de separação de poderes no país.⁸⁴²

Com efeito, embora a estratégia de criação de agências reguladoras pudesse ser explicada por diversos motivos de natureza política⁸⁴³, infere-se que a razão principal da

⁸⁴⁰ A perspectiva institucional de controle dinâmico e integral das agências reguladoras é assim posta por Luís Guilherme Catarino, *in verbis*: “Existem dois momentos ótimos de controlo: um primeiro momento através da delimitação legal da instituição, da sua estrutura, do procedimento e sua democraticidade, da autoridade que lhe é delegada, *vg.* da discricionariedade de policy making (*ex ante* controls). Num segundo momento, através da estatuição de controlos regulares (*ongoing* controls), de monitorização pelo poder Legislativo (através de audições ou inquéritos parlamentares, muitas vezes decorrentes de fire-alarms accionados por investidores descontentes), pelo poder Executivo (através do Ministério de que dependem, da aprovação de orçamentos, da atribuição governamental de poderes de nomeação, de superintendência), e pelo poder Judicial (através do controlo da legalidade e da discricionariedade” (...) “Na criação destes entes deve ser tomado em conta a necessária relação de custo (*trade-off*) entre a estatuição de controlos *ex ante* e *ongoing*: ao atribuir a um ente a microgestão de uma área (porque o Legislativo não o sabe fazer ou não quer), a uma maior latitude e discricionariedade de actuação – e adaptabilidade – corresponderá uma maior limitação por poderes de controlo *ex-post*. O contrário deverá suceder se não quiser deixar ao sabor de futuras mudanças políticas a faculdade de exercício de poderes de controlo ou veto (ou no acto de criação a cor política do Parlamento for diversa da do Governo)” (CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 337-338).

⁸⁴¹ MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Agências reguladoras e democracia: participação pública e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 188.

⁸⁴² Cf. SUNSTEIN, Cass R. *O Constitucionalismo após o The New Deal*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 133-146.

⁸⁴³ Cass Sunstein arrola alguns motivos, *in verbis*: “A justificativa para a delegação de poder para um agente administrativo poderia ser a ausência de consenso político, o desejo de afastar a

adoção desse modelo consistiu em priorizar o reforço de autonomia administrativa de instituições mais imparciais e aptas a lidar com questões econômicas complexas que exigem especialização técnica e horizonte temporal de longo prazo, em prol do aprimoramento dos processos regulatórios.⁸⁴⁴

Entretanto, a outorga de maiores poderes às agências reguladoras, além de enfraquecer a responsabilidade político-democrática pelos resultados regulatórios, é um processo político que não está imune a problemas, oriundos, sobretudo, de riscos de captura, adoção de condutas oportunistas de ordem político-burocrática ou *rent-seeking*, daí a percepção, ao longo do tempo, da importância em instituir-se mecanismos de supervisão (predominantemente indireta) do Poder Executivo central sobre as atividades das agências reguladoras.⁸⁴⁵

Nos Estados Unidos da América, os impulsos políticos iniciais de fortalecimento da supervisão presidencial quanto à atuação das agências reguladoras surgem no governo *Nixon*, com a criação do *Office of Management and Budget (OMB)* em 1970, vinculado ao *Executive Branch*.⁸⁴⁶

Na década de 1980, em concomitância com um movimento político de maior controle e fiscalização das agências reguladoras pelo Congresso norte-americano, as *Executive Orders* editadas pelo *OMB* passam a ditar novos rumos ao estabelecer diretrizes para uma maior centralização para coordenação dos processos regulatórios.

Dentre as diversas medidas postas nas consecutivas *Executive Orders* editadas ao longo dos anos, destacam-se a obrigatoriedade de apresentação de planos regulatórios

responsabilidade política pela decisão, ou a crença em que a insulação promove decisões corretas" (SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 150).

⁸⁴⁴ A propósito do estabelecimento legal de mandato fixo para dirigentes de agências reguladoras, a jurisprudência da Suprema Corte norte-americana reputa constitucional tal regra e o condicionamento de eventual decisão de exoneração à motivação explícita embasada em "*good cause*", cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 233.

⁸⁴⁵ Segundo Cass Sunstein, a supervisão presidencial exercida sobre as atividades das agências reguladoras apresenta as seguintes vantagens em sociedades democráticas: (i) a legitimação política das decisões regulatórias; (ii) o fortalecimento da coordenação sistêmica dos processos regulatórios; e (iii) a maior capacidade de direcionamento da política regulatória, cf. SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 155-156.

⁸⁴⁶ Quanto ao ponto, Luis Guilherme Catarino argumenta que as pretensões dos presidentes norte-americanos em coordenar e uniformizar os processos regulatórios conduzidos pelas *independent agencies* estiveram presentes desde sempre. Portanto, a criação do OMB revela o fortalecimento e não o surgimento da supervisão presidencial sobre as agências reguladoras nos Estados Unidos da América, pois essa já ocorria em algum grau. V. CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 106-107.

e a realização de “*Regulatory Impact Analysis (RIA)*” dos projetos mais importantes das agências reguladoras, acompanhados de avaliações de custo e benefício sujeitas à aprovação pelo *OMB*, em conformidade com o paradigma da *better regulation*.

Em síntese, o *OMB* tornou-se, principalmente a partir da década de 1980, o coordenador-geral indireto dos processos regulatórios norte-americanos.

À evidência, essa estratégia política de centralização da supervisão presidencial indireta para coordenação regulatória tem vantagens e desvantagens. Por um lado, é possível supor que a possibilidade de revisão das decisões das agências reguladoras pelo *OMB* cria um incentivo positivo e forte à apresentação de propostas publicamente sustentáveis, eficientes e inclusivas, com tendência à diminuição dos riscos de captura.⁸⁴⁷ No entanto, por outro lado, o *OMB* é um Departamento de governo que está sujeito a todo tipo de influência política e pode mostrar-se ineficiente.

Assim, mais uma vez, em atenção à ideia de razão prática regulatória, mostra-se que a questão é de intensidade, ou seja, a supervisão presidencial indireta apresenta vantagens evidentes quanto à legitimidade e responsabilidade política, devendo ser compatibilizada com as vantagens da especialização técnico-funcional das agências reguladoras em executar estratégias regulatórias eficientes e inclusivas de longo prazo.

Conquanto aparentemente tensa, a relação dialógica e permanente entre a supervisão presidencial indireta e agências reguladoras tende a gerar resultados sociais muito satisfatórios, desde que a interação deliberativa institucional seja pautada em razões públicas, além de transparente e amparada em análises adequadas sobre impactos regulatórios e custos-benefícios,⁸⁴⁸ o que tem sido reforçado pelo controle social da regulação e a atuação judicial nos processos regulatórios norte-americanos baseada no *Administrative Procedure Act (APA)* de 1946.⁸⁴⁹

⁸⁴⁷ A propósito, as considerações de Cass Sunstein sobre o ponto são as seguintes, *in verbis*: “A posição do *OMB* como um coordenador-geral da política regulatória lhe traz uma vantagem comparativa para resistir a pressões de grupos bem organizados que buscam regulação demais ou de menos. Além disso, a própria possibilidade de revisão provavelmente teve um importante efeito nas decisões das agências. É razoável supor que a revisão do *OMB* efetivamente evita propostas descuidadas ou impróprias” (SUNSTEIN, Cass R. *O Constitucionalismo após o The New Deal*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 157).

⁸⁴⁸ No que diz respeito a questões sigilosas, Cass Sunstein observa que “o *OMB* tem adotado medidas para assegurar a abertura (*disclosure*) das análises de impacto regulatório e também tem dado publicidade aos resultados de suas próprias revisões” (SUNSTEIN, Cass R. *Op. Cit.*, p. 160).

⁸⁴⁹ Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 235.

No Brasil, a temática das agências reguladoras é relativamente recente. Durante a década de 1990, em um contexto de reformas estruturais da Administração Pública do país, houve uma intensa discussão a respeito da necessidade de aplicação do modelo-padrão de agências reguladoras nos setores econômicos socialmente mais relevantes, em que o dilema entre eficiência administrativa para projetos regulatórios de longo prazo *vs. déficit* democrático se fez presente. Tal ideia foi efetivamente implementada em alguns setores econômicos importantes, com destaque especial para o atual formato institucional da Comissão de Valores Mobiliários no âmbito da estrutura regulatória do sistema financeiro brasileiro.⁸⁵⁰

Conforme já exposto, o rótulo “agências reguladoras” designa a atribuição legal de autonomia reforçada às estruturas tradicionais das autarquias, com vistas a promover projetos regulatórios mais eficientes, inclusivos e sustentáveis ao longo do tempo, o que encontra fundamento constitucional material específico nos princípios da eficiência e da economicidade administrativa (art. 37, *caput*, e 70 da Constituição brasileira de 1988), cuja legitimidade democrática é extraída da abertura dos processos regulatórios à participação democrática e controle social (democracia deliberativa).⁸⁵¹

Em termos formais, no âmbito federal, o projeto político de reforço de autonomia institucional para a estruturação de uma agência reguladora financeira pede mera iniciativa legislativa privativa do Presidente da República (arts. 37, XIX, 61, §1º, II, ‘e’, e 84, II, da Constituição brasileira de 1988) para conduzir a edição de lei complementar (art. 192 da Constituição brasileira de 1988) que contemple as características básicas das agências reguladoras às autarquias que integram a estrutura regulatória brasileira.

A título sugestivo, seria interessante atribuir a coordenação-geral indireta dos projetos regulatórios ao Conselho Monetário Nacional, integrado por Ministros de Estado (art. 76 e 84, II, da Constituição brasileira de 1988), a fim de aproveitar a estrutura regulatória já existente do Brasil.⁸⁵²

Logicamente, a aprovação legislativa do desenho institucional legal de uma agência reguladora financeira não esgota as atividades do Poder Legislativo, eis que a competência para a sustação de atos normativos exorbitantes dos parâmetros das leis

⁸⁵⁰ Detalhes da estrutura institucional da Comissão de Valores Mobiliários serão apresentados a seguir.

⁸⁵¹ V. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 209-215, *passim*.

⁸⁵² Essa sugestão está incluída nas Recomendações de aperfeiçoamento do desenho institucional regulatório brasileiro, apresentadas no final do capítulo.

instituidoras e o dever de fiscalização das atividades de tais agências (art. 49, V e X, da Constituição brasileira de 1988, respectivamente) devem ser exercidas de forma contínua, sem prejuízo do controle social e judicial da regulação.

Por fim, é importante citar que há precedente do Supremo Tribunal Federal no qual reputou válida a instituição de mandatos fixos a dirigentes de autarquia estadual, impedindo, com isso, a exoneração *ad nutum* de tais dirigentes pelo Chefe do Poder Executivo, o que representa uma boa sinalização institucional acerca da sustentabilidade da lógica subjacente à aplicação do modelo de agências reguladoras no país.⁸⁵³

3.2.2 O poder normativo regulatório da Administração Pública e o “dever regulamentar” no Sistema Financeiro Nacional.

A existência de poder normativo regulatório no âmbito da Administração Pública ou o poder administrativo regulamentar⁸⁵⁴ é uma das grandes questões controvertidas que acompanham a evolução do Direito Administrativo brasileiro.

Sob influência significativa da vertente dogmática do legalismo maximalista, a pretensão de sustentar a ideia de ilegitimidade política na atribuição de poderes normativos a entes e órgãos administrativos gerou, ao longo do tempo, uma ideologia

⁸⁵³ STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.949, Tribunal Pleno, Relator Ministro Sepúlveda Pertence, j. 18.11.1999, DJ 25.11.2005.

⁸⁵⁴ Segundo a melhor doutrina sobre poder administrativo regulamentar, as espécies de regulamentos passíveis de edição são os seguintes: (i) regulamentos executivos, editados pelo Chefe do Poder Executivo para fins de complementação a atos normativos primários editados pelo Poder Legislativo (art. 84, II e IV, da Constituição brasileira de 1988); (ii) regulamentos autorizados, legitimados pela outorga legislativa de função normativa a órgãos e entes da Administração Pública (arts. 5º, II; 37, *caput*, XIX e XX; e 48, principalmente, todos da Constituição brasileira de 1988); e (iii) regulamentos autônomos, editados enquanto emanção de funções normativas implícitas no texto constitucional à Administração Pública, incluindo-se a hipótese explícita de edição de regulamento autônomo nos termos do art. 84, VI, da Constituição brasileira de 1988. V. GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 253. Segundo os objetivos da exposição, não será feita uma análise das questões referentes à legitimidade de edição de regulamentos autônomos porque irrelevante ao estudo. Com relação ao poder de edição de regulamentos executivos e autorizados, ambos serão englobados na noção de poder normativo regulatório da Administração Pública, pois externam o mesmo fenômeno e não há razões substanciais ou funcionais para explorar aspectos distintivos entre as aludidas espécies. Tal entendimento vai ao encontro da posição segundo a qual “a distinção regulamentos executivos x regulamentos autorizados não ajuda muito a entender qual é o papel necessário da lei e quais são os diferentes modos de a lei autorizar a ação administrativa, inclusive normativa” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 175).

quase inconsciente no Direito Público brasileiro de que a normatividade administrativa é um sinônimo de abuso de poder ou traição aos fundamentos do Estado de Direito.⁸⁵⁵

Nesse sentido, é interessante notar, conforme Carlos Ari Sunfeld, que o exercício de poder normativo pela Administração Pública (edição de regulamentos), apto a reforçar, em caráter autovinculativo, a juridicidade quanto à transparência da motivação de atos administrativos a partir de parâmetros complementares e universalizáveis de decisão estatal, reduzindo-se espaços de livre apreciação, tem preocupado muito mais os administrativistas clássicos do que a discricionariedade (muito mais ampla, por sinal) envolvida na prática de atos concretos (edição de atos administrativos).⁸⁵⁶

A propósito, esse é o contrassenso essencial que atesta a inadequação do legalismo maximalista para um estudo do poder normativo da Administração Pública, pois a regulação fundada em parâmetros normativos administrativos complementares e universalizáveis, além de necessariamente estar fundamentada na Constituição e na respectiva lei habilitadora de competência administrativa, privilegia a *expertise* técnica (eficiência), tende a dar mais transparência e fortalece as possibilidades de controle do conteúdo dos atos administrativos.⁸⁵⁷

Além disso, a experiência sobre a estratégia político-institucional de outorga legal de poder normativo regulatório no âmbito administrativo não é exclusiva do Brasil, nem de países subdesenvolvidos, nem de países com histórico de ditaduras.⁸⁵⁸

Por fim, há uma evidência histórica forte de que “nunca houve uma forte cláusula geral de bloqueio contra autorizações legislativas para a Administração editar normas”,⁸⁵⁹ devido às necessidades práticas próprias do exercício de governar.⁸⁶⁰

⁸⁵⁵ Evidentemente, a consequência essencial do raciocínio dessa vertente é reduzir a normatividade do sistema jurídico ao princípio da legalidade administrativa ou, eventualmente, por uma construção doutrinária mais elaborada, sustentar a tese de legalidade constitucional estrita, a fim de defender que a Administração Pública não teria legitimidade político-institucional para restringir direitos fundamentais.

⁸⁵⁶ V. SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 163.

⁸⁵⁷ Sendo assim, em sentido contrário ao que sustentam os administrativistas clássicos, se há uma margem de livre apreciação ou um espaço de apreciação ou uma prerrogativa de estimativa em favor da Administração Pública, sobretudo, quanto a “conceitos jurídicos indeterminados” (V. MORAES, Germana de Oliveira. *Controle Jurisdicional da Administração Pública*. São Paulo: Dialética, 2004, p. 73), o exercício motivado e transparente do poder normativo pela Administração Pública não enfraquece, mas reforça a juridicidade administrativa e, com isso, o controle do conteúdo dos atos administrativos é facilitado.

⁸⁵⁸ Cf. SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 178.

⁸⁵⁹ SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 176.

Dito isso, é preciso adequar o estudo do poder normativo regulatório da Administração Pública aos desafios contemporâneos impostos ao Estado Democrático de Direito, em conformidade com a noção de juridicidade administrativa.

À evidência, em sentido amplo, não se pode ignorar que a legalidade constitucional impõe que a atuação administrativa esteja fundamentada em normas contidas no sistema jurídico, em conformidade com o postulado da hierarquia formal e material da Constituição. A ideia fundamental de que o agir da Administração Pública está subordinado à primazia constitucional e legal é incontestável.

Em outras palavras, “a reserva de lei formal em matéria de direitos fundamentais significa a impossibilidade de a Administração Pública adotar medidas restritivas de direitos sem fundamento legal ou constitucional”.⁸⁶¹

Por outro lado, a complexidade e a pluralidade da sociedade contemporânea torna impossível uma configuração normativa estrutural totalmente linear e integralmente abrangente extraída da relação hierárquica formal entre “Constituição-lei-ato administrativo”. É preciso ir além.

O processo de erosão formal da plenitude da interação “Constituição-lei-ato administrativo”, enquanto resultado da ampliação significativa das tarefas impostas ao Estado contemporâneo para a tutela eficiente de direitos,⁸⁶² merece ênfase quanto aos seguintes aspectos: (i) a relevância dos processos internacionais de harmonização para

⁸⁶⁰ Quanto ao ponto, muito adequadas as considerações de Paulo Otero, *in verbis*: “No limite, tal como será inconstitucional a disposição de uma lei que expressamente vede a respectiva regulamentação pelo Governo, também é inconstitucional a lei que esgote ou esvazie totalmente o poder regulamentar de execução que a Constituição confiou ao Governo: há aqui o reconhecimento de uma competência administrativa reservada ao executivo que é oponível ao legislador, limitando o grau de intervenção densificadora da lei parlamentar na disciplina normativa das matérias e permitindo mesmo, desde que uma tal intervenção deixe sem qualquer operatividade um espaço mínimo de exercício da actividade administrativa de execução, o controlo da respectiva validade constitucional” (OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 752).

⁸⁶¹ PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Interpretação constitucional e direitos fundamentais: uma contribuição ao estudo das restrições aos direitos fundamentais na perspectiva da teoria dos princípios*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 306. Quanto ao ponto, Jane Reis Gonçalves Pereira faz as seguintes considerações complementares, *in verbis*: “(...) é certo que a reserva de lei parlamentar circunscreve o poder do Executivo de restringir ou limitar os direitos fundamentais, mas este poderá, independentemente da existência da lei, atuar no sentido de promovê-los e tutelá-los. É certo, também, que a noção de supremacia legislativa impõe que a atuação administrativa, em qualquer caso, seja conforme a lei, vale dizer, os atos do Executivo devem satisfazer as previsões estatuídas na legislação restritiva de direitos” (PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 306).

⁸⁶² Cf. OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011, p. 740).

homogeneização de padrões normativos regulatórios;⁸⁶³ (ii) a existência de múltiplos núcleos administrativos institucionais, com atuação formal e informal em rede, segundo o modelo de descentralização administrativa próprio da “Administração Policêntrica”;⁸⁶⁴ e (iii) a subsistente e necessária interação política dialógica entre Poder Executivo (Administração Pública) e Poder Legislativo sobre questões políticas fundamentais, com eventuais intervenções do Poder Judiciário.

Em suma, o Estado contemporâneo está caracterizado por “uma autêntica encruzilhada normativa”, representativa de uma “galáxia regulamentar” que deve ser estrategicamente e eficientemente ordenada pelas principais instituições políticas.⁸⁶⁵

Historicamente, o Poder Legislativo percebeu (ainda que tacitamente) sua incapacidade institucional relativa para lidar com a complexidade do fenômeno regulatório, mormente em contextos econômicos e sociais dinâmicos e/ou técnicos que não se adequam à rigidez própria do processo legislativo ordinário.⁸⁶⁶

Dito de outro modo, a rigidez do processo legislativo ordinário associada à imperfeição intrínseca dos atos normativos editados pelo Poder Legislativo para regular conjunturas econômicas e sociais complexas e mutáveis impulsionou um movimento institucional evidente de transferência de responsabilidades normativas à Administração Pública, conjuntamente a estratégias políticas de descentralização administrativa da gestão dos processos regulatórios a órgãos e entes especializados com estruturas decisórias mais flexíveis e adaptativas (*expertise técnica*).⁸⁶⁷

Logicamente, o movimento institucional acima descrito não caracteriza delegação de competências legislativas, mas a atribuição estratégica de funções

⁸⁶³ Sobre o “fenômeno de abertura internacional da Constituição”, v. OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 577.

⁸⁶⁴ O surgimento de novas esferas de normatização é um traço marcante dos desenhos político-institucionais contemporâneos. V. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 133-135.

⁸⁶⁵ As expressões “uma autêntica encruzilhada normativa” e “galáxia regulamentar” são de Paulo Otero (OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 629).

⁸⁶⁶ Cf. BRUNA, Sérgio Varella. *Procedimentos normativos da Administração e desenvolvimento econômico*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 234).

⁸⁶⁷ V. MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Autonomia Decisória, Discricionariedade Administrativa e Legitimidade da Função Reguladora do Estado no Debate Jurídico Brasileiro*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 253).

normativas⁸⁶⁸ instituída por ato normativo habilitador de competências administrativas, de modo a viabilizar o exercício da capacidade institucional administrativa de avaliação eficiente da conjuntura econômica e social, sendo possível estabelecer parâmetros legais com baixa densidade normativa.⁸⁶⁹

Nesse sentido, a outorga de poderes normativos regulatórios por lei habilitadora de competência à Administração Pública não significa um processo de deslegalização.⁸⁷⁰

Logo, o que há é a aplicação de um modelo estratégico de desenho político-institucional voltado a conceder capacidade normativa de conjuntura a órgãos e entes

⁸⁶⁸ Em relação à questão, Carlos Ari Sunfeld posiciona-se no seguinte sentido, *in verbis*: “Deveras, não passa de fantasia, sem base alguma nos fatos e na teoria política, a suposição de que o poder normativo de autoridades administrativas de regulação seja o mesmo que o clássico poder de legislar; não o é, nem em tese, nem na prática, como tentei descrever há pouco. Assim, negar em princípio a possibilidade de um tal poder normativo é rejeitar a regulação e, conseqüentemente, o intervencionismo estatal nela embutido” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Introdução às Agências Reguladoras*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 37). Eros Roberto Grau, por sua vez, afirma que a função legislativa é parcela da função normativa e a atribuição de poderes normativos à Administração Pública não é delegação de função legislativa (V. GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 243-244). No mesmo sentido: SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 308-309; GUERRA, Glauco Martins. *Princípio da Legalidade e Poder Normativo: Dilemas da Autonomia Regulamentar*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 87; e SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Extensão do Poder Normativo das Agências Reguladoras*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 96.

⁸⁶⁹ Cf. ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 406). Nesse sentido, muitos autores frisam que os regulamentos não são leis em sentido formal, mas são leis em sentido material, cf. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 153.

⁸⁷⁰ O enquadramento da atribuição de poderes normativos regulatórios à Administração Pública como hipótese de deslegalização ou a possibilidade da deslegalização em si é assunto bastante controverso. Renomados doutrinadores sustentam, em tese, a constitucionalidade do processo de deslegalização (V. MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Curso de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 33; e ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Op. Cit.*, p. 422). Entretanto, prevalece o entendimento de que a deslegalização é inconstitucional por fragilizar, excessivamente, a noção de separação de poderes e que, portanto, haveria uma fraude à Constituição. V. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 275-285, *passim*; e OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 454. A síntese do pensamento de Luís Roberto Barroso sobre o tema merece transcrição, *in verbis*: “(...) permanece válida a concepção tradicional no Direito Constitucional brasileiro de que é vedada a delegação de funções de um Poder a outro fora das hipóteses constitucionais; ou, ao menos, de que a delegação, ainda que possível, não pode ser ‘em branco’, isto é, desacompanhada de parâmetros ou diretrizes obrigatórias” (BARROSO, Luis Roberto. *Agências Reguladoras, Constituição, Transformações do Estado e Legitimidade Democrática*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 82-83). Aparentemente, o Supremo Tribunal Federal adotou entendimento contrário ao processo de deslegalização no seguinte precedente: STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade n° 1.668, Tribunal Pleno, Relator Ministro Marco Aurélio, j. 20.08.1998, DJ 16.04.2004.

administrativos especializados segundo parâmetros legais preestabelecidos, geralmente acompanhado por mecanismos de controle indireto e de prestação pública de contas quanto aos resultados em relação ao Poder Legislativo,⁸⁷¹ imerso em um processo de diálogo institucional dinâmico entre os resultados (eficiência) e as diretrizes normativas básicas sobre políticas regulatórias definidas no âmbito legislativo, conforme a Constituição (legitimidade democrática).

A propósito, em relação ao Direito Regulatório econômico, pode-se dizer que o texto do *caput* do art. 174 da Constituição brasileira de 1988, ao prescrever “na forma da lei”, legitima a atribuição de poder normativo pelo legislador a entidades administrativas, isto é, “a expressão ‘na forma da lei’ significa que o legislador poderá delegar tais funções a entidades setoriais especializadas, as quais só ele pode criar”,⁸⁷² o que ocorre, por exemplo, na Lei nº 4.595, de 1964, e Lei nº 9.069, de 1995, que atribuem competência administrativa normativa ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central do Brasil para tratar de temas de regulação financeira sistêmica.

Logo, salvo reservas específicas de lei previstas na Constituição,⁸⁷³ o Poder Legislativo tem legitimidade democrática para, através de lei, outorgar capacidade normativa à Administração Pública.

Sem embargo, em relação ao tema, prevalece o entendimento de que o uso dessa prerrogativa político-legislativa exige duas atitudes estratégicas simultâneas, a saber: (i) a definição adequada de parâmetros legais substanciais e procedimentais minimamente suficientes de orientação da atuação normativa administrativa;⁸⁷⁴ e (ii) o

⁸⁷¹ Cf. SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 146-147.

⁸⁷² BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 155.

⁸⁷³ Em relação ao ponto, perfeita a abordagem de Carlos Ari Sundfeld, *in verbis*: “A atual Carta não contém – como não tinham as anteriores – norma reservando ao Legislativo o monopólio de toda e qualquer ação normativa. Por isso, a proibição de delegação do art. 25, I, do ADCT só pode estar aos (muitos) casos de reserva específica de lei, em que a Constituição assinala como exclusivas do Congresso certas decisões, bem delimitadas. Essas decisões têm de ser tomadas diretamente pelo Parlamento, que não pode transferi-las a outras autoridades. Mas, quando não estiver em pauta uma reserva específica de lei, o regulador poderá, segundo sua política, optar entre uma lei analítica (que admite apenas normas regulamentares de simples execução) e uma lei-quadro (que comporta normas regulamentares inovadoras)” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 177).

⁸⁷⁴ No direito comparado, o entendimento sobre a obrigatoriedade de prescrição de parâmetros normativos minimamente suficientes de orientação vinculativa da ação normativa da Administração Pública está consolidado na “*intelligible principles doctrine*” norte-americana e na teoria da essencialidade construída no âmbito do Tribunal Constitucional Federal alemão, cf. BINENBOJM, Gustavo. *Op. Cit.*, p. 279.

estabelecimento de formas de monitoramento, controle e prestação públicas de contas das atividades e resultados administrativos, com vistas a estimular progressos regulatórios (*better regulation*).

Por fim, é de ter presente que não há somente um “ônus regulamentar”, mas um “dever regulamentar”⁸⁷⁵ na estratégia de concessão de poderes normativos regulatórios à Administração Pública, pois a outorga de tais poderes significa um ato político de confiança na capacidade institucional de órgãos e entidades administrativas socialmente relevantes, o que gera deveres de atuação administrativa eficiente com foco em projetos regulatórios de médio e longo prazo.

No âmbito do Sistema Financeiro Nacional, o poder normativo vem sendo reconhecido pelos Tribunais Superiores nos últimos anos, ainda que sem qualquer menção explícita à temática das capacidades institucionais.⁸⁷⁶

Embora o alcance da expressão “minimamente suficiente” seja problemática, o fundamental é que haja “a fixação de parâmetros substantivos (normas de conteúdo) e adjetivos (normas de processo e de organização administrativa), que, em seu conjunto, orientem de modo consistente a ação normativa administrativa” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 169).

⁸⁷⁵ As expressões “ônus regulamentar” e “dever regulamentar” são de Carlos Ari Sundfeld. V. SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 164.

⁸⁷⁶ Quanto ao tema, há precedente do Superior Tribunal de Justiça muito importante ao propósito da defesa da legitimidade do poder normativo do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, cujo trecho do voto da Relatora Ministra Eliana Calmon merece transcrição, *in verbis*: “(...) O tema central da controvérsia diz respeito ao poder normativo e regulamentar do Banco Central do Brasil, assunto que merece uma pequena digressão para a exata compreensão da querela. O Sistema Jurídico Brasileiro, a par de reconhecer como sendo da alçada do Legislativo a tarefa de elaborar as normas de caráter geral e abstrato, outorga ao Executivo o poder regulamentar (art. 84, IV, da CF), com a devida cautela para que não seja invadida pelo regulamento a área constitucionalmente reservada à lei formal. Entretanto, na observação de Helly Lopes Meireles: os vazios da lei e a imprevisibilidade de certos fatos e circunstâncias, que surgem a reclamar providências imediatas da Administração, impõem se reconheça ao Chefe do Executivo o poder de regulamentar as normas legislativas incompletas ou de prover situações não previstas pelo legislador, mas ocorrentes na prática administrativa. Por outro ângulo, tem-se hoje o entendimento de que o Presidente da República pode delegar o poder de regulamentação aos seus ministros, conforme previsto no art. 84, § único, da CF. Doutrina e jurisprudência reconhecem que uma das áreas mais sensíveis ao poder regulamentar é o setor que abrange as instituições financeiras, sujeitas a um conjunto de leis que abrange normas regulamentares de nível inferior, representadas pelas resoluções. Daí o poder normativo do Conselho Monetário Nacional, como consta da Lei 4.595/64 que, ao disciplinar o mercado financeiro, editou verdadeiras normas em branco, cujo conteúdo é preenchido com suas deliberações. Assim, podemos dizer que o sistema tem suas normas estruturais formuladas pelo Legislativo; as normas conjunturais sobre a política da moeda e do crédito ficaram a cargo do Conselho Monetário Nacional, mediante resolução. O poder regulamentar do CMN é específico: atuar na área da política das instituições monetárias, bancárias e creditícias, cabendo ao Banco Central do Brasil, na execução da política econômica e monetária, monitorar o mercado, intervindo quando preciso, determinando medidas que compatibilizem os mecanismos de estabilização da moeda e preservem os interesses dos investidores. Para tanto, age como autoridade monetária, administrando as reservas monetárias externas e gerenciando o câmbio. (...) Como foi dito acima, na interpretação das normas que formam o Sistema Financeiro Nacional, deve-se ter em conta a possibilidade de delegação de um para outro órgão, diante da rapidez das operações financeiras, especialmente as ligadas ao mercado internacional. Daí a só preocupação de não invadirem os órgãos administrativos a área reservada ao Legislativo. Na hipótese dos autos, afasta-se a idéia de

O Supremo Tribunal Federal, salvo no que diz respeito à análise do art. 25, §1º, I, do Ato de Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição brasileira de 1988,⁸⁷⁷ nunca tendeu a declarar a ausência de juridicidade de Resolução editada pelo Conselho Monetário Nacional ou Circular do Banco Central do Brasil, assim como o Superior Tribunal de Justiça.⁸⁷⁸

Ademais, o Superior Tribunal de Justiça tem prestado deferência institucional evidente às intervenções *lato sensu* (regulação de saída) efetuadas pelo Banco Central do Brasil em instituições por ele autorizadas a funcionar.⁸⁷⁹

Sem prejuízo dos precedentes que serão abordados no capítulo seguinte, há de se ressaltar os seguintes precedentes oriundos da jurisprudência dos Tribunais Superiores,

invasão do campo formal legislativo, diante das competências do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, verificando-se, pelas notas transcritas, que a fixação das taxas cambiais fica com o Conselho, mas este pode delegar tal tarefa ao BACEN nas urgências ou para evitar desequilíbrio no balanço de pagamento. Parece clara a delegação, sendo imprescindível flexibilizar-se a interpretação legislativa, sob pena de equivocada conclusão, diante da lógica do sistema, suficientemente regrado para não ser arbitrário, o que levaria às raias da inconstitucionalidade, mas permissivamente poroso para permitir normatização rápida e eficaz, a fim de atender às urgências” (STJ, Recurso Especial nº 507.123, Segunda Turma, Relatora Ministra Eliana Calmon, j. 01.09.2005, DJ 19.09.2005). Tal precedente foi mencionado em outro precedente, a saber: STJ, Recurso Especial nº 914.617, Segunda Turma, Relatora Ministra Eliana Calmon, j. 15.05.2007, DJ 14.08.2007.

⁸⁷⁷ Vide STF, Recurso Extraordinário nº 286.963, Primeira Turma, Relator Ministro Sepúlveda Pertence, j. 24.05.2005, DJ 20.10.2006. Por revelar particularidades, tal caso será analisado, com mais profundidade, em tópico específico do capítulo seguinte.

⁸⁷⁸ A única ressalva na jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça a respeito do poder normativo do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil cinge-se ao estabelecimento de preceitos sancionatórios em Resoluções e Circulares, por força do princípio da legalidade estrita aplicável ao Direito Administrativo Sancionador, nos termos do art. 44 da Lei nº 4.595, de 1964. O *leading case* do tema tem a seguinte ementa, *in verbis*: “ADMINISTRATIVO - SANÇÃO PECUNIÁRIA - LEI 4.595/64. 1. Somente a lei pode estabelecer conduta típica ensejadora de sanção. 2. Admite-se que o tipo infracionário esteja em diplomas infralegais (portarias, resoluções, circulares etc.), mas se impõe que a lei faça a indicação. 3. Recurso especial improvido” (STJ, Recurso Especial nº 324.181, Relatora Ministra Eliana Calmon, Segunda Turma, j. 08.04.2003, DJ 12.05.2003). No mesmo sentido: STJ, Recurso Especial 438.132, Relator Ministro José Delgado, Primeira Turma, j. 09.12.2003, DJ 15.03.2004; e STJ, Recurso Especial 1.255.987, Relator Ministro Herman Benjamim, Segunda Turma, j. 01.03.2012, DJe 13.04.2012.

⁸⁷⁹ Desde o *leading case* “Coroa-Brastel” (V. Recurso Especial nº 44.500, Relatora Ministra Eliana Calmon, Relator p/ Acórdão Ministro Franciulli Netto, Segunda Turma, j. 28.11.2000, DJ 09.09.2002), que modificou jurisprudência inicialmente contrária, firmou-se jurisprudência no Superior Tribunal de Justiça no sentido de que a mera alegação de responsabilidade civil do Banco Central do Brasil por omissão genérica no dever de fiscalizar, formulada por acionistas, depositantes ou investidores em geral vinculados à instituição submetida à intervenção, não gera direito à indenização ou ressarcimento. Isto é, há um ônus forte e específico de demonstração do nexo de causalidade entre danos alegados e condutas reputadas ilícitas praticadas pela autarquia para a imputação de responsabilidade civil do Estado. Adequada a jurisprudência, pois se presta deferência *prima facie* à capacidade institucional do Banco Central do Brasil em avaliar a viabilidade de permanência de instituições autorizadas a funcionar no mercado, além de o Tribunal assumir uma postura institucional não paternalista, pois um dos aspectos essenciais do exercício da autonomia individual, em sociedades liberais, é o de que as pessoas assumam responsabilidades pelos seus próprios atos, inclusive atos equivocados de gestão patrimonial de riscos financeiros.

a saber: (i) o reconhecimento da constitucionalidade dos arts. 3º e 4º da Resolução nº 2.267 do Conselho Monetário Nacional, de 1996, relativos à disciplina regulatória de rodízio de auditorias independentes no âmbito do Sistema Financeiro Nacional;⁸⁸⁰ (ii) a afirmação de juridicidade das Resoluções de nº 2.025, de 1993, e 2.078, de 1994, ambas do Conselho Monetário Nacional,⁸⁸¹ que complementavam as disposições da Lei nº 9.526, de 1997 (alterada pela Lei nº 9.814, de 1999), que impuseram o dever de recadastramento aos titulares de contas de depósitos na época, segundo os prazos legalmente fixados, sob pena de recolhimento compulsório dos valores depositados;⁸⁸² (iii) a legitimidade do poder de edição de Resoluções e Circulares no âmbito do PROER, nos termos da Lei nº 9.710, de 1998;⁸⁸³ (iv) a afirmação de legitimidade do poder normativo do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil⁸⁸⁴ para estabelecer diretrizes regulatórias de câmbio no episódio do fim do modelo de paridade cambial em 1999;⁸⁸⁵ e (v) a menção explícita da existência de capacidade normativa de

⁸⁸⁰ STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.317, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Ilmar Galvão, j. 19.12.2000, DJ 23.03.2001. Posteriormente, foi decretada a perda do objeto do processo em razão da revogação dos dispositivos impugnados pelo art. 3º da Resolução nº 3.069 do Conselho Monetário Nacional, de 2003. V. STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.317, Decisão monocrática, Relator: Ministro Ilmar Galvão, j. 29.04.2003, DJ 07.05.2003.

⁸⁸¹ Tais resoluções instituíam regras sobre abertura, manutenção e movimentação de contas de depósitos.

⁸⁸² Em relação ao precedente citado, consta da ementa do acórdão resultante do julgamento da medida cautelar a assertiva segundo a qual “as Resoluções do Conselho Monetário Nacional nºs 2.025/93 e 2.078/94 não ofendem o princípio da legalidade” (STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.715, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Maurício Correa, j. 21.05.1998, DJ 3004.2004). Por não ter sido juntada procuração com poderes especiais para a propositura de Ação Direta de Inconstitucionalidade, decretou-se a perda do objeto do processo. V. STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.715, Decisão monocrática, Relator: Ministro Marco Aurélio, j. 12.05.2005, DJ 20.05.2005.

⁸⁸³ V. STJ, Recurso Especial nº 914.617, Relatora Ministra Eliana Calmon, Segunda Turma, j. 15.05.2007, DJ 14.08.2007. Outros aspectos judicializados no âmbito do Supremo Tribunal Federal pertinentes à execução do PROER serão examinados no próximo capítulo.

⁸⁸⁴ O modelo oficial de paridade cambial era regulado por Resoluções editadas pelo Conselho Monetário Nacional. A abolição desse modelo, com a sua substituição pelo regime cambial flutuante, foi objeto do Comunicado nº 6.565, de 18 de janeiro de 1999, editado pelo Diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil.

⁸⁸⁵ Tanto o Supremo Tribunal Federal quanto o Superior Tribunal de Justiça prestaram deferência à capacidade institucional do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil em relação ao assunto. No primeiro semestre de 1999, devido a uma série de liminares concedidas no âmbito do Tribunal Regional Federal da 4ª Região para a manutenção do regime de paridade cambial em processos individuais, o Supremo Tribunal Federal foi provocado a se manifestar em inúmeros pedidos de Suspensão de Segurança ou Petições Avulsas (Vide os seguintes processos, decididos, monocraticamente, pelo Ministro-Presidente Celso de Mello: Suspensão de Segurança nº 1.344, j. 07.04.1999, DJ 19.04.1999; Suspensão de Segurança nº 1.332, j. 07.04.1999, DJ 16.04.1999; Suspensão de Segurança nº 1.331, j. 07.04.1999, DJ 19.04.1999; Petição nº 1.699, j. 23.04.1999; Petição nº 1.703, j. 26.04.1999, DJ 05.05.1999; Suspensão de Segurança nº 1.360, j. 25.05.1999, DJ 10.06.1999; e Petição nº 1.677, j.

conjuntura econômica do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil pelo Supremo Tribunal Federal, no julgamento sobre a constitucionalidade da aplicação do Código de Defesa do Consumidor às instituições financeiras.⁸⁸⁶

3.3 O modelo institucional de estrutura da regulação financeira sistêmica no Brasil.

Conquanto os objetivos gerais de regulação financeira sistêmica⁸⁸⁷ sejam mundialmente comuns, haja vista o ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, a experiência internacional evidencia a inexistência de um modelo de desenho institucional regulatório único, ou seja, os modelos domésticos⁸⁸⁸ de desenho

08.04.1999, DJ 28.07.1999). Em todos esses processos, as liminares foram cassadas com fundamento na afirmação da legitimidade do poder do Conselho Monetário Nacional de regular as operações de câmbio (art. 4º, XVIII, da Lei nº 4.595, de 1964) e do Banco Central do Brasil para disciplinar o mercado cambial (art. 11, III, da Lei nº 4.595, de 1964). Em 2010, adveio precedente, em decisão monocrática, no mesmo sentido: V. STF, Recurso Extraordinário nº 480.971, Decisão monocrática, Relator: Ministro Dias Toffoli, j. 28.09.2010, DJ 04.11.2010. No que diz respeito a pretensões de responsabilidade civil do Estado pela modificação do regime de paridade cambial, todos os precedentes do Superior Tribunal de Justiça as rejeitaram com fundamento na capacidade normativa de conjuntura do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil. V. STJ, Recurso Especial nº 549.873, Relator Ministro Luiz Fux, Primeira Turma, j. 10.08.2004, DJ 25.10.2004; STJ, Recurso Especial nº 614.048, Relator Ministro Luiz Fux, Primeira Turma, j. 15/03/2005, DJ 02/05/2005; e Recurso Especial nº 507.123, Relatora Ministra Eliana Calmon, Segunda Turma, j. 01.09.2005, DJ 19.09.2005. A ementa desse último precedente, quanto ao mérito da causa, é digna de transcrição, *in verbis*: “ADMINISTRATIVO – SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – MERCADO CAMBIAL – FIXAÇÃO DAS TAXAS – COMPETÊNCIA. 1. O Sistema Financeiro Nacional é formado por um conjunto de normas que, partindo da Constituições, contém um grande número de dispositivos infralegais, tais como resoluções e circulares. 2. O sistema é também caracterizado pela previsão de regras de delegação de competência para atender à rapidez do mercado e às urgências de situações emergenciais, especialmente em relação ao mercado cambial. 3. Na interpretação das regras do Sistema Financeiro Nacional, deve o intérprete atentar para dois aspectos: manutenção da inviolabilidade do espaço reservado ao Legislativo e flexibilidade com as regras de delegação. 4. A Lei 4.595/64, ao disciplinar o sistema, outorgou ao Conselho Monetário Nacional a competência para baixar as normas de fixação das taxas de câmbio (art. 4º, XXXI), mas também outorgou ao BACEN o monopólio das operações, nos casos de urgência e de desequilíbrio grave para o balanço de pagamento (art. 4º, XVIII). 5. Legalidade da Resolução BACEN que estabeleceu a taxa cambial (art. 11, III). (...)”

⁸⁸⁶ V. STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.591, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Carlos Velloso, Relator para Acórdão: Ministro Eros Grau, j. 07.06.2006, DJ 29.09.2006.

⁸⁸⁷ A análise de desenho institucional regulatório para os mercados financeiros tem sido acompanhada por categorizações específicas. Otávio Yazbek, por exemplo, faz distinções entre a regulação de condutas, a regulação sistêmica e a regulação prudencial, conforme a posição de Charles Goodhart. Outros autores dividem o estudo do tema no âmbito microeconômico e macroeconômico ou usam outras categorias distintas (V. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 193). Sem prejuízo dos aspectos específicos de desenho institucional para assegurar a estabilidade monetária, a presente dissertação, quanto à regulação sistêmica financeira propriamente dita, fará uso do desdobramento em: (i) regulação de riscos ou prudencial e (ii) regulação de condutas.

⁸⁸⁸ A utilização do termo “doméstico” serve ao propósito de incluir a União Europeia no objeto do tópico.

institucional regulatório para o mercado financeiro têm sido moldados, historicamente, segundo trajetórias distintas, ligadas às suas respectivas peculiaridades econômicas.⁸⁸⁹

À luz da razão prática regulatória, é realmente difícil escolher um desenho regulatório ideal e atemporal aplicável a todos oriundo de uma racionalidade econômica única,⁸⁹⁰ sobretudo porque é da história institucional e da realidade econômica conjuntural que são extraídas as vantagens e desvantagens dos modelos regulatórios possíveis, bem como os custos e benefícios correlatos.

O único consenso regulatório razoavelmente aceitos por todos, devidamente extraído da experiência histórica mundial, é a consagração da estratégia regulatória de centralização dos objetivos institucionais de estabilidade monetária em um Banco Central, enquanto autoridade monetária estatal, ainda que tal estratégia comporte variações, tal como ocorre, por exemplo, nos Estados Unidos da América⁸⁹¹ e na União Européia.⁸⁹²

Não obstante, no que tange à regulação financeira sistêmica propriamente dita, é possível identificar padrões institucionais de desenho regulatório articulados, predominantemente, segundo graus de especialização setorial e/ou foco institucional no objetivo de correção de falhas de mercado específicas.⁸⁹³

⁸⁸⁹ GOODHART, Charles (et.al.). *Financial Regulation: why, how and where?* London: Routledge, 2001, p. 145. V. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 200.

⁸⁹⁰ Cf. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 196.

⁸⁹¹ O *Federal Reserve System (FED)* é composto por doze *Federal Reserve Banks*, que operam a política monetária segundo as diretrizes estabelecidas pelo *Federal Reserve Open Market Committee (FOMC)*, composto por doze membros. O *FOMC* é integrado pelos sete membros do *Federal Reserve Board* (principal órgão do *FED*), que são escolhidos pelo Presidente norte-americano e aprovados pelo Senado para exercer mandato de catorze anos, sem recondução, além do Presidente do *Federal Reserve Bank of New York* e de quatro presidentes dos demais *Federal Reserve Banks*, que atuam em regime anual de rodízio. O Presidente e o Vice-Presidente do *FED* são nomeados pelo Presidente norte-americano, após aprovação do Senado, para exercer mandato de quatro anos, renováveis até o fim do mandato inicial de catorze anos. A execução prática das operações de *open market* no mercado de títulos públicos norte-americanos é feita pelo *Federal Reserve Bank of New York*.

⁸⁹² Segundo o Tratado da União Européia, a execução da política monetária e cambial, além da gestão de reservas cambiais e do sistema de pagamentos na União Européia, é da competência do Sistema Europeu de Bancos Centrais – SEBC (artigos 127.º e 128.º), que, por sua vez, é constituído pelo Banco Central Europeu, cujos órgãos são: (i) o Conselho do Banco Central Europeu e (ii) a Comissão Executiva (art. 129.º). O Conselho do Banco Central Europeu, integrado pelos membros da Comissão Executiva e Presidentes dos Bancos Centrais Nacionais, tem a competência para definir a política monetária da Zona do Euro. A Comissão Executiva possui competências executivas, sobretudo preparar as reuniões do conselho, executar a política monetária e deliberar sobre assuntos administrativos gerais. Os seis membros da Comissão Executiva, inclusive o Presidente e o Vice-Presidente, são escolhidos pelo Conselho Europeu.

⁸⁹³ Os desenhos regulatórios seguem, em linhas gerais, os três objetivos tradicionais de regulação financeira apontados por Charles Goodhart, quais sejam: (i) o controle de posições dominantes no

Conforme as propostas mais disseminadas de classificação,⁸⁹⁴ pode-se afirmar a existência de quatro modelos institucionais de regulação financeira sistêmica em caráter horizontal,⁸⁹⁵ a saber: (i) o modelo institucional, especializado, tripartido ou dos três pilares; (ii) o modelo monista, integrado ou universal; (iii) o modelo misto “*twin peaks*”; e (iv) o modelo híbrido-funcional ou objetivo.

O modelo institucional define uma regulação específica para cada um dos setores financeiros tradicionais: o setor bancário, o setor de mercado de capitais e o setor de seguros.⁸⁹⁶ O modelo universal centraliza a regulação sistêmica em uma única entidade regulatória.⁸⁹⁷ O modelo misto “*twin peaks*” tem a pretensão de segregar, estruturalmente, a regulação a partir de duas óticas: (i) a regulação de riscos ou prudencial e (ii) a regulação de condutas.⁸⁹⁸ Por fim, o modelo híbrido-funcional admite

mercado (regulação e concorrência); (ii) o controle e gestão das externalidades financeiras negativas (estabilidade como bem público e risco sistêmico); e (iii) a proteção do consumidor financeiro, a fim de atenuar assimetrias de informações. V. GOODHART, Charles (et.al.). *Op. Cit.*, p. 4.

⁸⁹⁴ Refiro-me às seguintes referências bibliográficas: MARTINS, Guilherme Waldemar d’Oliveira; RODRIGUES, Nuno Cunha. *Sobre o Financiamento das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro em Portugal*. In: MARTÍNEZ, Aurilivi Linares; SADDY, André (coord.). *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 209; FERREIRA, António Pedro A. *O Governo das Sociedades e a Supervisão Bancária – Interações e Complementaridades*. Lisboa: Quid Juris, 2009, p. 97-98; e YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 198.

⁸⁹⁵ Diz-se caráter horizontal porque é possível, embora não seja a regra, algum grau de segmentação regulatória vertical no desenho da regulação financeira sistêmica, com fundamento político-institucional no federalismo. O exemplo mais notório dessa possibilidade é a regulação bancária dos Estados Unidos da América, onde a regulação financeira federal e a dos Estados federados convivem (regime dualista sob o aspecto vertical). A propósito, o sistema dualista americano foi inaugurado pelo *National Bank Act*, de 1863, cujo principal objetivo era financiar a Guerra Civil, sendo certo que, anteriormente, só havia bancos estaduais, cf. CARVALHO, Luís Paulo Figueiredo de. *Os Sistemas de Supervisão Prudencial na União Européia*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 173.

⁸⁹⁶ São exemplos os modelos da China, Hong Kong e México, cf. FERREIRA, António Pedro A. *Op. Cit.*, p. 97. A propósito, Luís Paulo Figueiredo de Carvalho faz referência a estudo de D. Llewellyn feito em 1999, no qual evidencia que o modelo especializado era adotado pela maioria dos cento de vinte e três países pesquisados. V. CARVALHO, Luís Paulo Figueiredo de P. 45. Trata-se de um modelo mais rígido, que tem desvantagens institucionais para lidar com novos agentes financeiros, inovações financeiras, processos de conglomeração e cenários de arbitragem regulatória, cf. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, 197.

⁸⁹⁷ São exemplos os modelos da Alemanha, Japão e Reino Unido, cf. FERREIRA, António Pedro A. *Op. Cit.*, p. 98.

⁸⁹⁸ São exemplos os modelos da Austrália, Canadá e Holanda, cf. FERREIRA, António Pedro A. *Op. Cit.*, p. 98. O modelo brasileiro se aproxima muito do modelo “*twin peaks*”, em que a regulação prudencial (por modelos de Supervisão Baseada em Risco - SBR) e de condutas ocorre no âmbito de todos os reguladores financeiros setoriais, sendo a regulação financeira sistêmica protagonizada pelo Banco Central do Brasil, conforme diretrizes normativas oriundas do Conselho Monetário Nacional.

a modulação discricionária de desenho regulatório entre reguladores, sem segmentação específica por setor.⁸⁹⁹

Atualmente, pode-se dizer que a última crise mundial tem provocado uma tendência clara de centralização institucional regulatória, na medida em que as principais razões do colapso do setor imobiliário *subprime* norte-americano tiveram relação direta com a falta de coordenação institucional regulatória no âmbito doméstico e internacional, o que contribuiu, de forma determinante, para a geração da excessiva arbitragem regulatória em setores financeiros não bancários e falta de foco nos aspectos macroeconômicos na regulação desses setores.⁹⁰⁰

À evidência, existem argumentos favoráveis e contrários à ideia de criação de um único “mega regulador”. Além da concentração política de poderes regulatórios em “únicas mãos”, uma distribuição interna descoordenada de funções regulatórias pode não compensar, em termos de eficiência administrativa, o abandono da estratégia de descentralização administrativa que justifica a atribuição de autonomia institucional a reguladores com especialização técnica em determinados setores financeiros.⁹⁰¹ Trata-se de um dilema que deve ser submetido à ideia de razão prática regulatória.

Não obstante, a tendência de centralização institucional é inequívoca. A título ilustrativo, na União Europeia, os Ministros de Finanças do bloco comunitário resolveram, em 2012, instituir um “Mecanismo Único de Supervisão” ou *Single Supervisory Mechanism (SSM)* para instituições financeiras com ativos superiores a 30 bilhões de euros ou a 20 por cento do PIB do Estado-membro, com aplicação às demais instituições financeiras quando for reputado conveniente, fortalecendo a atuação institucional de coordenação regulatória do *European Systemic Risk Board (ESRB)*, regulador sistêmico criado em 2010 no âmbito do Banco Central Europeu.

Sendo assim, o Banco Central Europeu e a Autoridade Bancária Europeia (*European Banking Authority - EBA*) devem assumir o protagonismo no exercício da

⁸⁹⁹ São exemplos os modelos da França, Itália e Portugal, cf. FERREIRA, António Pedro A. *Op. Cit.*, p. 97. Trata-se de modelo funcional que prestigia a natureza material das operações financeiras em detrimento de setores financeiros específicos. Sua principal desvantagem institucional é a falta de foco na regulação financeira sistêmica, tal como o modelo institucional ou especializado. V. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, 197-198.

⁹⁰⁰ Cf. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, 205-206.

⁹⁰¹ Em relação à discussão, v. GOODHART, Charles (et.al.). *Op. Cit.*, p. 151-156.

função de regulação financeira sistêmica prudencial na Zona do Euro.⁹⁰² Ademais, a mesma tendência de centralização regulatória ocorreu no âmbito da regulação de condutas, com a criação do *European System of Financial Supervisors - ESFS*.

No Reino Unido, o desenho institucional regulatório foi também redimensionado, com o fortalecimento evidente do Banco da Inglaterra. Após o advento do *Financial Services Act*, de 2012, a estrutura regulatória está consolidada da seguinte forma: (i) o *Financial Policy Committee – FPC*, no âmbito do Banco da Inglaterra, responsável pela regulação financeira sistêmica com foco macroeconômico e prudencial; (ii) a *Prudential Regulation Authority – PRA*, entidade vinculada ao Banco da Inglaterra com competência para a regulação financeira sistêmica com foco microeconômico e prudencial; e (iii) a *Financial Conduct Authority – FCA*, responsável pela regulação de condutas na integridade do sistema financeiro.

Por fim, nos Estados Unidos da América, o *Dodd-Frank Act* determinou a criação do *Financial Stability Oversight Council (FSOC)* como órgão centralizador da regulação financeira sistêmica no país, integrado por representantes de diversos órgãos e entidades públicas, além da instituição, no âmbito do FED, do *Office of Financial Stability Policy and Research*, em 2010, a fim de auxiliar a coordenação da execução da política monetária com o monitoramento da estabilidade financeira sistêmica mundial.

Mais ainda resta falar de um tema de extrema importância sob o ponto de vista do desenho regulatório institucional do sistema financeiro: a questão concorrencial. À evidência, conforme já enfatizado, há um espectro de complementaridade entre regulação e concorrência que é definido pela tensão de dois dilemas regulatórios: (i) poder de mercado *versus* concorrência e (ii) estabilidade *versus* eficiência.

Por um lado, se a concorrência tende a ser mais eficiente em gerar produtos e serviços financeiros mais acessíveis e baratos, por outro lado, a regulação deve cumprir seu papel de coordenação coletiva de processos cada vez mais transparentes de formação de preços nos mercados financeiros, a fim de evitar que a assunção excessiva de riscos pelos agentes financeiros comprometa a integridade do sistema financeiro, o que não impede, por exemplo, uma decisão política conjuntural de aumento de intensidade regulatória sistêmica, que, em termos concorrenciais, aumenta as barreiras à entrada e incentiva processos de concentração de mercado mediante fusões e aquisições.

⁹⁰² Fonte: <http://expresso.sapo.pt/europa-acorda-supervisao-bancaria-unica=f773549>. Acesso em 01.04.2013.

Nessa discussão, o certo é que os modelos regulatórios em prol da concorrência têm assumido desenhos institucionais variados⁹⁰³, sem que haja, claramente, uma tendência de prevalência institucional da regulação financeira setorial em relação à autoridade reguladora concorrencial⁹⁰⁴, o que evidencia a inexistência de um modelo único ideal.

Quanto ao protagonismo institucional da regulação setorial, ela se fundamenta na sua natureza continuada no tempo, conjugada com uma maior *expertise* técnica de seus quadros de pessoal a respeito das peculiaridades conjunturais setoriais. Nesse sentido, a ação dinâmica, sistêmica e preventiva (*ex ante*) própria da regulação setorial revela-se, em tese, mais vantajosa do que soluções essencialmente tópicas e *ex post facto* próprias da atuação das instituições de defesa da concorrência.⁹⁰⁵

Não obstante, isso não prejudica propostas institucionais de colaboração mútua entre o regulador financeiro setorial e a autoridade reguladora da concorrência - e que têm sido aplicadas em alguns países -, a despeito dos riscos de sobreposição e conflito de competências, que impõem a necessidade de articulação normativa clara da função de cada uma das instituições com vistas a que as vantagens resultantes de uma atuação complementar coordenada traga um melhor resultado regulatório.⁹⁰⁶

⁹⁰³ A propósito do assunto, mostra-se importante mencionar resultado de estudo específico, *in verbis*: “Os modelos de repartição de competências têm variado ao longo do tempo, de sector para sector e de país para país. Vão desde a delegação nas autoridades reguladoras sectoriais de uma parte significativa da responsabilidade pela política da concorrência, como acontece no Reino Unido, à centralização de todas as competências de regulação e concorrência na autoridade da concorrência, como é o caso da Austrália e da Noruega e, em boa medida, da Holanda, passando por um outro modelo em que a legislação da concorrência é aplicada, exclusivamente, pela autoridade da concorrência, enquanto às autoridades reguladoras sectoriais compete a regulação técnica e econômica dos respectivos sectores, como acontece em Espanha e em França” (MARQUES, Maria Manuel Leitão; ALMEIDA, João Paulo Simões de; FORTE, André Matos. *Concorrência e regulação (a relação entre a autoridade da concorrência e as autoridades de regulação sectorial)*. Coimbra: Coimbra, 2005, p. 24).

⁹⁰⁴ Cf. YAZBEK, Otávio. *Op. Cit.*, p. 208-209.

⁹⁰⁵ Cf. MARQUES, Maria Manuel Leitão; ALMEIDA, João Paulo Simões de; FORTE, André Matos. *Op. Cit.*, p. 20-22.

⁹⁰⁶ Os riscos de coordenação inadequada de competências são descritos a seguir, *in verbis*: “A possibilidade de sobreposição de competências suscita problemas como os da existência de mais do que um controlo sobre o mesmo tipo de práticas, em vez de um ‘balcão único’ (“one stop shop”); da possibilidade de escolha do regulador mais favorável (“forum shopping”); da inconsistência na aplicação das regras da concorrência quando são aplicadas por autoridades diferentes; da incompatibilidade de objectivos (as autoridades reguladoras sectoriais podem estar demasiado vocacionadas para regular e não para maximizar a concorrência); das dificuldades da autoridade da concorrência para decidir em certas questões mais complexas do ponto de vista técnico devido à falta de informação e competência especializadas para esse efeito” (MARQUES, Maria Manuel Leitão; ALMEIDA, João Paulo Simões de; FORTE, André Matos. *Op. Cit.*, p. 23).

Em suma, a ideia de razão prática regulatória permite o desenho institucional flexível e eficiente a estabelecer regras claras e transparentes de coordenação de competências, com ênfase na regulação de condutas e de aspectos sistêmicos, sem se descuidar da defesa da concorrência.

A título exemplificativo, o modelo institucional regulatório da Austrália é frequentemente mencionado como um dos modelos mais bem sucedidos, eis que, desde 1998, instituiu-se um regulador sistêmico (*Australian Prudential Regulation Authority*), um regulador de proteção ao consumidor financeiro (*Australian Securities and Investment Commission*), um Banco Central (*Reserve Bank of Australia*) e uma autoridade concorrencial, com atuação complementar sobre a regulação financeira sistêmica (*Australian Competition and Consumer Commission*). Tal assunto será retomado no último tópico do capítulo, quando serão feitas propostas de aperfeiçoamento do desenho institucional regulatório brasileiro.

Dito isso, passa-se a analisar o desenho regulatório institucional do Sistema Financeiro Nacional com ênfase nos seguintes aspectos: (i) fundamento normativo de competência e autonomia normativa; (ii) estrutura administrativa e formas de interação com os demais integrantes do sistema; (iii) modo de escolha dos dirigentes e autonomia decisional; (iv) grau de participação social; (v) motivação e transparência procedimental para a tomada de decisões regulatórias; e (v) acessibilidade de informações através da *internet*.

3.3.1 Conselho Monetário Nacional (CMN).

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é a instituição mais importante à regulação financeira sistêmica no Brasil. Trata-se de órgão do Ministério da Fazenda,⁹⁰⁷ dotado de funções normativas, responsável pela formulação das políticas públicas relativas ao estabelecimento de diretrizes regulatórias sobre moeda, crédito e câmbio, segundo orientações da Presidência da República,⁹⁰⁸ além de consubstanciar o núcleo institucional de coordenação sistêmica da gestão pública de questões monetárias,

⁹⁰⁷ Vide art. 2º, III, “a”, do Decreto nº 7.482, de 2011.

⁹⁰⁸ Conforme o *caput* do art. 4º da Lei nº 4.595, de 1964. A propósito, é da competência constitucional da União dispor sobre política monetária, cambial e financeira, que inclui, textualmente, o setor bancário, de seguros e previdência privada, conforme os arts. 21, incisos VII e VIII, e 22, incisos VI, VII e XIX da Constituição brasileira de 1988.

financeiras propriamente ditas, fiscais e orçamentárias do país, em articulação com os demais Ministérios da Administração Pública Federal.⁹⁰⁹ Ou seja, atualmente, é a instituição central responsável pela concretização do ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo no Brasil.⁹¹⁰

Para se ter uma ideia da importância do Conselho Monetário Nacional, através de suas Resoluções são fixadas: (i) as Metas Anuais para a Inflação que devem ser buscadas pelo Banco Central do Brasil no exercício da política monetária, segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) calculado pelo IBGE;⁹¹¹ (ii) o regime cambial oficial;⁹¹² (iii) o percentual da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP),⁹¹³ que constitui o parâmetro institucional de concessão de financiamentos pelo BNDES e pode servir de lastro para captações dos bancos públicos perante o Tesouro Nacional; (iv) as diretrizes de regulação financeira sistêmica propriamente dita, inclusive mediante

⁹⁰⁹ Por exemplo, o BNDES não está vinculado ao Ministério da Fazenda, mas ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC). Outro exemplo é o da regulação financeira exercida sobre as entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão), que está sujeita à esfera de competências do Ministério da Previdência Social (MPS), notadamente pela atuação do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).

⁹¹⁰ Os principais fundamentos normativos de atuação do Conselho Monetário Nacional estão arrolados no art. 3º da Lei nº 4.595, de 1964, cujo texto normativo é o seguinte, *in verbis*: “Art. 3º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará: I - Adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento; II - Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais; III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira; IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional; V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa”.

⁹¹¹ Para os anos de 2013, 2014 e 2015, as Resoluções nº 3.991, de 2011, 4.095, de 2012, e 4.237, de 2013, do Conselho Monetário Nacional estipularam a meta anual de inflação em 4,5%, medida segundo o IPCA, com intervalos de flutuação (bandas) em 2% (2,5% - 6,5%).

⁹¹² Com o advento da Resolução nº 2.927 do Conselho Monetário Nacional, de 2002, revogou-se, expressamente, a Resolução nº 2.234 do Conselho Monetário Nacional, de 1996, que disciplinava o regime cambial anterior com limites de taxas de flutuação (bandas cambiais). A abolição desse regime a adoção do regime cambial flutuante foi objeto do Comunicado nº 6.565, de 18 de janeiro de 1999, editado pelo Diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil.

⁹¹³ O regime de definição da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) segue a disciplina da Lei nº 9.365, de 1996, com modificações posteriores pela Lei nº 10.183, de 2001. Segundo o art. 1º, a TJLP é definida trimestralmente pelo Conselho Monetário Nacional e é calculada com base na meta de inflação fixada pelo Conselho Monetário Nacional e em um prêmio de risco arbitrado, que segue a lógica do “Risco-brasil”. A última Resolução sobre a TJLP é a de nº 4.236, de junho de 2013, que a fixa em 5% ao ano.

integração normativa dos padrões regulatórios internacionais; e (v) assuntos afetos a programas oficiais específicos de financiamento público de atividades consideradas socialmente relevantes ou fundos públicos oficiais.

A composição do CMN variou intensamente ao longo de sua história.⁹¹⁴ Atualmente, ele é composto pelo Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), Ministro de Estado do Planejamento, Orçamento e Gestão e Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil, sendo esses últimos na qualidade de Conselheiros (art. 8º da Lei nº 9.069, de 1995, e art. 9º do Regimento Interno),⁹¹⁵ com direito de voto.

Assim, hoje, o CMN é integrado, exclusivamente, por Ministros nomeados pelo Presidente da República, com a possibilidade de exoneração *ad nutum*, nos termos do inciso I do art. 84 da Constituição brasileira de 1988.

Nas sessões, embora não tenham direito de voto, participam os membros da Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC),⁹¹⁶ os Diretores de Administração e Fiscalização do Banco Central do Brasil,⁹¹⁷ os representantes de Comissões Consultivas do CMN, se convocados pelo Presidente,⁹¹⁸ com eventual presença de outros Ministros de Estado quando convidados,⁹¹⁹ ou representantes da sociedade civil.⁹²⁰

Os serviços de Secretaria-Executiva do CMN são realizados pelo Banco Central do Brasil, que organiza e faz a assessoria nas sessões deliberativas, segundo a pauta

⁹¹⁴ Inicialmente, nos termos do art. 6º da Lei nº 4.595, de 1964, o Conselho Monetário Nacional foi integrado pelos seguintes membros: (i) Ministro da Fazenda (Presidente); (ii) Presidente do Banco do Brasil S.A.; (iii) Presidente do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; e (iv) seis (6) membros nomeados pelo Presidente da República, após aprovação do Senado Federal, escolhidos entre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômicos e financeiros, com mandato de seis (6) anos, podendo ser reconduzidos. Após uma sucessão de modificações na composição (Lei nº 5.362, de 1967, Decreto nº 65.769, de 1969, Decreto nº 71.097, de 1972, Lei nº 6.045, de 1974, Lei nº 6.385, de 1976, Decreto nº 83.323, de 1979, Decreto nº 85.776, de 1981, Decreto nº 88.025, de 1983, Decreto nº 89.978, de 1984, Decreto nº 91.185, de 1985, Decreto nº 93.490, de 1986, Decreto nº 94.303, de 1987, Decreto nº 99.207, de 1990, Lei nº 8.056, de 1990, Lei nº 8.422, de 1992, Lei nº 8.646, de 1993), a atual composição do CMN se fundamenta no art. 8º da Lei nº 9.069, de 1995.

⁹¹⁵ O Regimento Interno do CMN está disciplinado no Decreto nº 1.307, de 1994, alterado pelo Decreto nº 1.649, de 1995.

⁹¹⁶ Vide art. 16, II, do Regimento Interno do CMN.

⁹¹⁷ Vide art. 16, III, do Regimento Interno do CMN.

⁹¹⁸ Vide art. 16, IV, do Regimento Interno do CMN.

⁹¹⁹ Vide art. 8º, §3º, da Lei nº 9.069, de 1995.

⁹²⁰ Vide art. 8º, VII, do Regimento Interno do CMN.

definida pelo Presidente do CMN⁹²¹ conforme as propostas de Resolução apresentadas pelos Conselheiros na forma de voto.⁹²² A pauta é confidencial.⁹²³

As sessões ordinárias do CMN são realizadas mensalmente, sem prejuízo da possibilidade de designação de sessões extraordinárias,⁹²⁴ sendo os resultados efetivos das deliberações externados, via de regra, através de Resoluções, aprovadas segundo o *quorum* de maioria de votos, com a prerrogativa de decisão monocrática do Presidente em casos urgentes, *ad referendum* dos demais membros.⁹²⁵

As decisões de natureza normativa são divulgadas através de Resoluções assinadas pelo Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil, disponibilizadas no Sistema de Informações do Banco Central do Brasil (Sisbacen) e publicadas no Diário Oficial da União,⁹²⁶ com consulta do inteiro teor disponibilizada no sítio eletrônico do Banco Central do Brasil. As atas das sessões do CMN são também publicadas, com o resumo dos assuntos discutidos e excluídos os temas de caráter confidencial.⁹²⁷

No âmbito do CMN, funciona a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito (COMOC),⁹²⁸ composta dos seguintes membros: (i) Ministro-Presidente e quatro Diretores do Banco Central do Brasil por ele escolhidos; (ii) Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; (iii) Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; e (iv) Secretário-Executivo e Secretários do Tesouro Nacional e de Política Econômica do Ministério da Fazenda.

⁹²¹ Vide art. 8º, §5º, da Lei nº 9.069, de 1995. Vide 8º, I, do Regimento Interno do CMN.

⁹²² Vide 9º, I, do Regimento Interno do CMN. Conforme o Regimento Interno, as propostas devem estar acompanhadas das justificativas da proposição e minuta da respectiva Resolução, se for o caso (art. 17), com manifestação prévia da COMOC (art. 18) e indicação das fontes de custeio em propostas com impactos financeiros (art. 19).

⁹²³ Vide art. 12, III, do Regimento Interno do CMN.

⁹²⁴ Vide art. 8º, §4º, da Lei nº 9.069, de 1995.

⁹²⁵ Vide art. 8º, §§1º e 2º, da Lei nº 9.069, de 1995.

⁹²⁶ Vide art. 30 do Regimento Interno do CMN.

⁹²⁷ Vide art. 32 e 33 do Regimento Interno do CMN.

⁹²⁸ Art. 9º da Lei nº 9.069, de 1995.

A gestão da COMOC é realizada pelo Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil e os serviços de Secretaria-Executiva do COMOC são realizados, também, pelo Banco Central do Brasil, conforme o Regimento Interno da COMOC.⁹²⁹

A COMOC exerce função de assessoria ao CMN, com poderes para propor Resoluções e de manifestação sobre as matérias de competência do Conselho Monetário Nacional.⁹³⁰ As reuniões da COMOC realizam-se mensalmente, com possibilidade de reunião extraordinária e *quorum* mínimo de instalação de metade dos membros.⁹³¹ As reuniões têm caráter reservado.⁹³² As decisões estão sujeitas ao *quorum* de maioria de votos.⁹³³ Não há previsão regimental de publicação das atas das reuniões.

Além da COMOC, funcionam junto ao CMN sete Comissões Consultivas: (i) de Normas e Organização do Sistema Financeiro; (ii) de Mercado de Valores Mobiliários e de Futuros; (iii) de Crédito Rural; (iv) de Crédito Industrial; (v) de Crédito Habitacional, e para Saneamento e Infra-Estrutura Urbana; (vi) de Endividamento Público; (vii) de Política Monetária e Cambial.⁹³⁴

Digno de nota é o fato de que as informações sobre o CMN são escassas no sítio eletrônico do Ministério da Fazenda e acessíveis no sítio eletrônico do Banco Central do Brasil. Ademais, percebe-se que o grau de confidencialidade das deliberações no âmbito do CMN é um traço institucional marcante, eis que somente se dá publicidade ao resultado de algumas deliberações, notadamente o conteúdo das Resoluções. Por fim, o grau de participação social nas deliberações do CMN é muito baixo e a única forma de interação social nas reuniões ocorre mediante convites formais para mera participação, sem direito a voto.

3.3.1.1 Banco Central do Brasil.

⁹²⁹ Vide art. 4º do Regimento Interno da COMOC (Decreto nº 1.304, de 1994, alterado pelo Decreto nº 1.650, de 1995 e Decreto nº 6.333, de 2007. As propostas de assuntos para as reuniões da COMOC, entregues na Secretaria-Executiva, devem estar acompanhadas com as justificativas das proposições e minutas, se for o caso (art. 14 do Regimento Interno da COMOC). A submissão de propostas segue rito muito similar ao aplicado no âmbito do CMN.

⁹³⁰ Art. 10 da Lei nº 9.069, de 1995, e art. 5º do Regimento Interno da COMOC.

⁹³¹ Vide art. 9º do Regimento Interno da COMOC.

⁹³² Vide art. 11 do Regimento Interno da COMOC.

⁹³³ Vide art. 23 do Regimento Interno da COMOC.

⁹³⁴ Art. 11 da Lei nº 9.069, de 1995.

O Banco Central do Brasil foi instituído pelo art. 8º da Lei nº 4.595, de 1964, em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), originariamente, como autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda.⁹³⁵

A fundamentação normativa primária de atribuição de competência privativa ao Banco Central do Brasil encontra-se, sem adequada sistematização legal, nas disposições dos arts. 10 e 11 da Lei nº 4.595, de 1964, cuja atuação prática deve buscar conformidade com as diretrizes normativas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, nos termos do art. 9º da Lei nº 4.595, de 1964. Aliás, o Banco Central do Brasil atua como Secretaria-Executiva do Conselho Monetário Nacional, conforme preconiza o §5º do art. 8º da Lei nº 9.069, de 1995.

Com efeito, as competências do Banco Central do Brasil podem ser sintetizadas da seguinte maneira: (i) execução da política monetária (operações de redesconto, exigências de depósitos compulsórios e operações de *open market*); (ii) prestação do serviço de meio circulante; (iii) tutela sistêmica das infraestruturas financeiras de mercado, essencialmente da integridade do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB); (iv) gestor da política cambial, além do controle de entrada e saída de capitais externos e das reservas internacionais; (v) assessoria financeira do governo; e (vi) regulação sistêmica de entrada, funcionamento e saída das instituições autorizadas a funcionar pela autarquia, especialmente os conglomerados financeiros ou bancos múltiplos, com foco no controle do risco sistêmico, em atenção ao ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

Devido à sua imensa importância sistêmica, o Banco Central do Brasil tem o dever semestral de prestação pública de contas perante o Congresso Nacional quanto ao desempenho institucional da política monetária, de crédito e cambial, medida em termos de impacto, custo fiscal e resultados contábeis.⁹³⁶

⁹³⁵ Com o advento da Lei nº 11.036, de 2004, o Presidente do Banco Central do Brasil adquiriu o *status* de Ministro de Estado, ou seja, a vinculação da autarquia ao Ministro de Estado de Fazenda está formalmente esvaziada, pois ambos são Ministros auxiliares do Presidente da República (arts. 76, 87 e 88 da Constituição brasileira de 1988).

⁹³⁶ Tal regra está prevista, expressamente, no §5º do art. 9º da Lei Complementar nº 101, de 2000, *in verbis*: “No prazo de noventa dias após o encerramento de cada semestre, o Banco Central do Brasil apresentará, em reunião conjunta das comissões temáticas pertinentes do Congresso Nacional, avaliação do cumprimento dos objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial, evidenciando o impacto e o custo fiscal de suas operações e os resultados demonstrados nos balanços”. A propósito do tema, a disciplina básica dos resultados financeiros do Banco Central do Brasil está disposta no art. 7º da referida lei, *in verbis*: “Art. 7º O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais. § 1º O resultado negativo constituirá obrigação do

A composição da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil foi alterada ao longo dos anos. Atualmente, nos termos do Decreto nº 91.961, de 1985, e do Regimento Interno do Banco Central do Brasil, de 2005,⁹³⁷ ela é integrada pelo Presidente e oito Diretores, todos escolhidos pelo Presidente da República dentre brasileiros de ilibada reputação e notória capacidade em assuntos econômico-financeiros, nomeados após aprovação prévia do Senado Federal, por voto secreto, após arguição pública, nos termos da Constituição brasileira de 1988,⁹³⁸ sendo exoneráveis *ad nutum*.⁹³⁹

As reuniões ordinárias da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil ocorrem uma vez por semana, sendo possível a convocação de reuniões extraordinárias, com o *quorum* de instalação de metade dos Diretores e do Presidente e *quorum* de votação de maioria simples.⁹⁴⁰

Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica no orçamento. § 2º O impacto e o custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central do Brasil serão demonstrados trimestralmente, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias da União. § 3º Os balanços trimestrais do Banco Central do Brasil conterão notas explicativas sobre os custos da remuneração das disponibilidades do Tesouro Nacional e da manutenção das reservas cambiais e a rentabilidade de sua carteira de títulos, destacando os de emissão da União”. Por fim, vale ressaltar que a emissão direta de títulos públicos pelo Banco Central do Brasil foi vedada pelo art. 34 da Lei Complementar nº 101, de 2000, “a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar”, de modo que a execução da política monetária deve ser conduzida, essencialmente, através de operações com títulos de dívida pública federal emitidos pelo Tesouro Nacional. Essa é a regra que se extrai do art. 39 da referida Lei Complementar, que também merece transcrição a seguir: “Art. 39. Nas suas relações com ente da Federação, o Banco Central do Brasil está sujeito às vedações constantes do art. 35 e mais às seguintes: I - compra de título da dívida, na data de sua colocação no mercado, ressalvado o disposto no § 2º deste artigo; II - permuta, ainda que temporária, por intermédio de instituição financeira ou não, de título da dívida de ente da Federação por título da dívida pública federal, bem como a operação de compra e venda, a termo, daquele título, cujo efeito final seja semelhante à permuta; III - concessão de garantia. § 1º O disposto no inciso II, *in fine*, não se aplica ao estoque de Letras do Banco Central do Brasil, Série Especial, existente na carteira das instituições financeiras, que pode ser refinanciado mediante novas operações de venda a termo. § 2º O Banco Central do Brasil só poderá comprar diretamente títulos emitidos pela União para refinar a dívida mobiliária federal que estiver vencendo na sua carteira. § 3º A operação mencionada no § 2º deverá ser realizada à taxa média e condições alcançadas no dia, em leilão público. § 4º É vedado ao Tesouro Nacional adquirir títulos da dívida pública federal existentes na carteira do Banco Central do Brasil, ainda que com cláusula de reversão, salvo para reduzir a dívida mobiliária”.

⁹³⁷ O Regimento Interno do Banco Central do Brasil sofreu grande reformulação em 2005. Seus termos encontram-se no Anexo da Portaria nº 29.971 do Banco Central do Brasil, de 2005, aprovado pelo Voto CMN nº 4 e conforme o Voto BCB nº 019, ambos de 2005. Foram realizadas, posteriormente, modificações tópicas nos anos de 2005 (Portaria nº 31.175), 2006 (Portaria nº 35.613), 2008 (Portaria nº 43.003) e 2011 (Portaria nº 64.255 e Portaria nº 67.022).

⁹³⁸ Vide art. 52, III, “d”, da Constituição Brasileira de 1988.

⁹³⁹ Vide art. 5º, *in fine*, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil. É curioso notar que a redação originária do inciso IV do art. 6º e do art. 14 da Lei nº 4.595, de 1964, bem como a redação dada pela Lei nº 5.362, de 1967, aos mesmos preceitos normativos, continham previsão de mandato ao Presidente e aos Diretores do Banco Central do Brasil de seis anos e sete anos, respectivamente, permitida a recondução.

⁹⁴⁰ Vide art. 7º do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

Dentre as diversas competências do Banco Central do Brasil exercidas pela Diretoria Colegiada, cabe destacar, em termos político-institucionais, as seguintes: (i) quanto à política monetária: o estabelecimento da meta para a taxa SELIC, no âmbito do Comitê de Política Monetária (COPOM);⁹⁴¹ (ii) quanto à regulação financeira sistêmica propriamente dita: execução das diretrizes normativas estabelecidas nas Resoluções editadas pelo Conselho Monetário Nacional,⁹⁴² com ênfase especial na atuação do Comitê de Estabilidade Financeira (COMEF); (iii) quanto à assessoria do governo: deliberação sobre anteprojetos de lei e minutas de medidas provisórias, decretos, regulamentos e outros atos normativos relevantes à regulação financeira sistêmica.⁹⁴³

Adicionalmente, incumbe à Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil submeter questões importantes ao Conselho Monetário Nacional, a saber: (i) as solicitações de instalação no País de novas agências de instituições financeiras domiciliadas no exterior, bem como pedidos de cancelamento das autorizações concedidas, pedidos relativos à participação estrangeira no capital de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, em funcionamento ou em constituição, quando necessária autorização do Presidente da República, ou propostas de cancelamento de autorização para funcionamento, no país, de filial de instituição financeira estrangeira, nos termos art. 52 do Ato de Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição brasileira de 1988;⁹⁴⁴ (ii) as propostas de atos normativos relativos ao aprimoramento da regulação financeira sistêmica na esfera de competência do Banco Central do Brasil;⁹⁴⁵ (iii) os balanços da autarquia, bem como propostas orçamentárias referentes a receitas e encargos das operações de política monetária;⁹⁴⁶ (iv) as características de cédulas e moedas e as respectivas datas de lançamento para circulação;⁹⁴⁷ (v) as alterações no Regimento Interno do Banco

⁹⁴¹ Vide art. 11, I, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁴² Vide art. 11, III, “a” a “c”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁴³ Vide art. 11, IV, “a”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁴⁴ Vide art. 11, V, “a”, “b” e “e”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁴⁵ Vide art. 11, V, “d”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁴⁶ Vide art. 11, V, “f” e “g”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁴⁷ Vide art. 11, V, “h”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

Central;⁹⁴⁸ (vi) o processo de prestação de contas anual do Ministro-Presidente do Banco Central ao Tribunal de Contas da União (TCU);⁹⁴⁹ e (vii) as propostas para a fixação das Taxas de Juros de Longo Prazo (TJLP).⁹⁵⁰

No que diz respeito às instituições financeiras submetidas à esfera de competência regulatória do Banco Central do Brasil, nos termos do art. 18 da Lei nº 4.595, de 1964,⁹⁵¹ é importante frisar que o direito positivo brasileiro não possui uma definição precisa do que seja uma instituição financeira; em outras palavras, a amplitude semântica do conteúdo da prescrição normativa do art. 17 da Lei nº 4.595, de 1964,⁹⁵² que estabelece os critérios para a caracterização de uma instituição financeira sujeita à regulação pelo Banco Central do Brasil, gera dúvidas interpretativas desde a sua edição.

Nesse sentido, predomina o entendimento de que se deve buscar uma análise jurídica finalística ou funcional do artigo sob exame para afirmar que as instituições financeiras estão caracterizadas quando preenchidos os elementos cumulativos da: (i)

⁹⁴⁸ Vide art. 11, V, “i”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁴⁹ Vide art. 11, V, “j”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁵⁰ Vide art. 11, V, “k”, do Regimento Interno do Banco Central do Brasil.

⁹⁵¹ Dispõe o *caput* do art. 18 da Lei nº 4.595, de 1964, que as instituições financeiras estão sujeitas à prévia autorização do Banco Central do Brasil para funcionar, ou a decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras. Em termos enunciativos, o §1º do referido dispositivo normativo menciona os estabelecimentos bancários oficiais ou privados, as sociedades de crédito, financiamento e de investimentos, as caixas econômicas e as cooperativas de crédito.

⁹⁵² Devido à amplitude e desfuncionalidade da definição legal de instituição financeira, Jairo Saddi chega a sustentar que “temos que aceitar” sua redação, cf. SADDI, Jairo. *Crise e Regulação Bancária*. São Paulo: Textonovo, 2001, p. 18. A redação do dispositivo em comento é a seguinte, *in verbis*: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual”. A definição penal de instituição financeira também é demasiadamente ampla. Dispõe o art. 1º da Lei nº 7.492, de 1986, que trata dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, *in verbis*: “Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários. Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira: I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual”.

captação pública de recursos, (ii) repasse desses recursos a terceiros, (iii) intenção de lucro e (iv) habitualidade.⁹⁵³

Assim, o art. 17 da Lei nº 4.595, de 1964 serve como elemento normativo de referência para fins de delimitação material da competência administrativa pelo próprio Banco Central do Brasil, embora fosse recomendável um regime jurídico-legal de atribuição de competência regulatória mais claro.

A título ilustrativo, mostra-se importante mencionar a existência de dois Projetos de Lei Complementar, em trâmite conjunto no Congresso Nacional, destinados a equiparar à instituição financeira: (i) as administradoras de cartão de crédito⁹⁵⁴ e (ii) as sociedades de fomento mercantil ou *factoring*,⁹⁵⁵ com o propósito de alterar a redação do art. 17 da Lei nº 4.595, de 1964, para inclui-las, formalmente, no rol de instituições reguladas pelo Banco Central do Brasil, eis que a autarquia não as reconhece, materialmente, como instituições financeiras.⁹⁵⁶

Enfim, essas são as características institucionais principais do Banco Central do Brasil. Conforme se pode inferir dos objetivos institucionais acima descritos, segundo o desenho institucional regulatório brasileiro, o Banco Central do Brasil reúne competências regulatórias voltadas à promoção coordenada da estabilidade monetária com o protagonismo acerca da regulação do sistema financeiro brasileiro (que é caracterizado por uma alta concentração de conglomerados financeiros ou bancos múltiplos) de acordo com as diretrizes legais extraídas, principalmente, das Leis nº

⁹⁵³ Segundo Eduardo Salomão Neto, a definição desses elementos é resultado de intensa discussão doutrinária e jurisprudencial a respeito do tema, com a prevalência da interpretação teleológica ou finalística do dispositivo. Assim, em suas palavras, uma instituição financeira está caracterizada quando há: “(i) a captação de recursos de terceiros em nome próprio, (ii) seguida de repasse financeiro através de operação de mútuo, (iii) com o intuito de auferir lucro derivado da maior remuneração dos recursos repassados em relação à dos recursos coletados, (iv) desde que a captação seguida de repasse se realize em caráter habitual” (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 27).

⁹⁵⁴ Trata-se do PLP 106/2007, de iniciativa da Comissão de Legislação Participativa. Fonte: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=366541>. Acesso em 01.04.2013.

⁹⁵⁵ PLP 112/2007, de autoria e iniciativa do Deputado Federal Jovair Arantes (PTB/GO). Fonte: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=368138>. Acesso em 01.04.2013.

⁹⁵⁶ As instituições submetidas à competência regulatória do Banco Central do Brasil são, basicamente, as seguintes: (i) os bancos múltiplos; (ii) os bancos comerciais; (iii) a Caixa Econômica Federal; (iv) cooperativas de crédito; (v) bancos de desenvolvimento; (vi) bancos de investimento; (vii) bancos de câmbio; (viii) sociedades de crédito, financiamento e investimento; (ix) sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários; (x) sociedades corretoras de câmbio; (xi) sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários; (xii) sociedades de arrendamento mercantil; (xiii) sociedades de crédito imobiliário; (xiv) associações de poupança e empréstimo; (xv) sociedades de crédito ao microempreendedor e à empresa de pequeno porte; (xvi) agências de fomento; (xvii) companhias hipotecárias; e (xviii) cooperativas de crédito. As sociedades administradoras de consórcio estão submetidas à esfera de competência do Banco Central do Brasil por força de legislação específica (Leis nº 5.768, de 1971, e nº 11.795, de 2008).

4.595, de 1964, e 9.069, de 1995, bem como das Resoluções editadas pelo Conselho Monetário Nacional.

A partir de agora, a descrição do Banco Central do Brasil será segregada de acordo com esses dois objetivos institucionais principais.

3.3.1.1.1 Estabilidade monetária.

No Brasil, o objetivo institucional de estabilidade monetária tem como marco histórico o Plano Real, iniciado em 1994. Sem prejuízo das medidas da natureza econômico-financeiras relativas à adequação sistêmica diante do novo padrão monetário, a Lei nº 9.069, de 1995, instituiu um regime legal mais rigoroso de prestação pública de contas ao Banco Central do Brasil.

Conforme o art. 6º da Lei nº 9.069, de 1995, como representante da autoridade monetária, o Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil tem o dever de submeter ao Conselho Monetário Nacional, trimestralmente, o planejamento sobre a execução da política monetária para fins de aprovação, no qual devem, pelo menos, constar: (i) as estimativas das faixas de variação dos principais agregados monetários, compatíveis com o objetivo de assegurar a estabilidade da moeda; e (ii) uma análise da evolução da economia nacional prevista para o trimestre, devidamente acompanhada pelas justificativas da programação monetária.

Aprovada, a programação monetária é encaminhada à Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal, que a analisará por parecer, sendo possível à comissão recomendar ao Congresso Nacional a sua aprovação ou reprovação, que assumirá a forma de decreto legislativo. No caso de reprovação, nova programação deverá ser encaminhada à comissão (art. 6º, §5º, da Lei nº 9.069, de 1995).⁹⁵⁷

Ademais, o Presidente do Banco Central do Brasil deve enviar ao Presidente da República e aos Presidentes das duas Casas do Congresso Nacional, através do Ministro de Estado da Fazenda, o relatório trimestral sobre a execução da programação monetária

⁹⁵⁷ Segundo dispõe o § 2º do art. 6º da Lei nº 9.069, de 1995, o Congresso Nacional poderá, no prazo de dez dias a contar do seu recebimento e com base em parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, rejeitar a programação monetária elaborada pelo Banco Central do Brasil mediante decreto legislativo, sendo certo que a deliberação congressional deve se limitar à aprovação ou rejeição integral da programação monetária (art. 6º, §3º, da Lei nº 9.069, de 1995). Se não houver deliberação da programação monetária pelo Plenário do Congresso Nacional, ela é reputada aprovada.

e o demonstrativo mensal justificado das emissões de moeda, com a posição das reservas internacionais a elas vinculadas, nos termos do art. 7º da Lei nº 9.069, de 1995.

Em 1999, um novo impulso de *accountability* foi dado através do Decreto nº 3.088, editado pelo Presidente da República na época, com fundamento no art. 4º, *caput*, da Lei nº 4.595, de 1964. Pela primeira vez na história econômica brasileira, estruturou-se um procedimento público sustentável ao longo do tempo, transparente e organizado de definição de metas de inflação.

Criou-se, então, um Sistema de Metas para a Inflação (SMPI), em que metas anuais de inflação futura são definidas pelo Conselho Monetário Nacional, segundo índices oficiais de preços e com intervalos de tolerância, em conformidade com proposta do Ministro da Fazenda e antecedência de até 30 de junho de cada segundo ano imediatamente anterior.

Definida a meta de inflação, compete ao Banco Central do Brasil executar a diretriz de política monetária definida pelo Conselho Monetário Nacional, nos termos dos arts. 9º e 10, inciso XII, da Lei nº 4.595, de 1964, e art. 2º do Decreto nº 3.088, de 1999, através do COPOM,⁹⁵⁸ notadamente para a fixação da meta da taxa SELIC, com ou sem viés, que serve de referência nas operações de compra e venda de títulos públicos federais pelo Banco Central do Brasil no *open market*,⁹⁵⁹ além da elaboração do Relatório Trimestral de Inflação.

⁹⁵⁸ Nos termos do Decreto nº 3.088, de 1999, a meta de inflação é considerada cumprida “quando a variação acumulada da inflação (...) relativa ao período de janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância”, nos termos do art. 4º do referido Decreto, sob pena de o Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil assumir o dever de divulgar, publicamente, as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro da Fazenda, na qual constará: (i) a descrição detalhada das causas do descumprimento; (ii) as providências consideradas adequadas para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos; e (iii) o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito. Por fim, conforme já frisado na Introdução, o decreto impõe, por razões republicanas, o dever de elaboração pelo Banco Central do Brasil, até o último dia de cada trimestre civil, de “Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de ‘metas para a inflação’, os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação” (art. 5º do Decreto nº 3.088, de 1999, combinado com o art. 6º da Lei nº 9.069, de 1995). Pode-se dizer que o Sistema de Metas para Inflação (SMPI) consiste em concretização institucional do dever constitucional de planejamento público das atividades do Estado, com caráter vinculante, nos termos da parte final do art. 174 da Constituição brasileira de 1988.

⁹⁵⁹ A meta para a Taxa SELIC corresponde ao alvo que o Banco Central do Brasil deve buscar, no mercado aberto interbancário interno ou *open market*, para a realização de transações envolvendo títulos públicos federais negociados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), isto é, a meta consiste na taxa média das operações diárias com lastro em títulos públicos federais no SELIC, aplicável durante todo período correspondente às reuniões do Comitê de Política Monetária no Banco Central do Brasil (COPOM), nas quais as metas são fixadas, com ou sem viés.

Atualmente, o funcionamento do COPOM está disciplinado no Regulamento Anexo à Circular nº 3.593 do Banco Central do Brasil, de 2012. Atuam como membros do COPOM, com direito a voto, o Ministro-Presidente e os oito Diretores do Banco Central do Brasil, que se reúnem, ordinariamente, oito vezes por ano,⁹⁶⁰ havendo a possibilidade de convocação de reuniões extraordinárias. O *quorum* de instalação de uma reunião do COPOM é de, no mínimo, o Ministro-Presidente e a metade do número de Diretores.⁹⁶¹

As reuniões do COPOM são longas e dividem-se em duas sessões. A primeira sessão ocorre às terças-feiras, na qual são feitas apresentações técnicas de conjuntura econômica, com a participação de diversos Chefes de Unidade do Banco Central do Brasil, do Chefe de Gabinete do Ministro-Presidente, do Assessor de Imprensa e de servidores públicos do Banco Central do Brasil eventualmente autorizados pelo Ministro-Presidente.⁹⁶²

Em especial, os temas discutidos abrangem: (i) a evolução recente da economia; (ii) a avaliação prospectiva das tendências de inflação; (iii) o acompanhamento da execução da política monetária; (iv) níveis de inflação; (v) o quadro geral da atividade econômica; (vi) a avaliação de expectativas sistêmicas de mercado; (vii) mercado de trabalho; (viii) finanças públicas; (ix) o acompanhamento das tendências de acesso ao crédito e inadimplência; (x) ambiente macroeconômico; (xi) comércio exterior e reservas internacionais; e (xii) o mercado monetário, com o acompanhamento dos agregados monetários e das operações de mercado aberto (*open market*).

Na segunda sessão, realizada no dia seguinte (quarta-feira), são decididas as diretrizes de política monetária⁹⁶³ pelos membros do COPOM e na presença do Chefe da Unidade de Departamento Econômico (Depep).⁹⁶⁴ Segundo já mencionado, somente os membros do COPOM têm direito a voto sobre a meta da taxa SELIC e seu eventual viés, sob *quorum* de votação de maioria simples. A decisão final, com a divulgação

⁹⁶⁰ Originariamente, as reuniões ordinárias do COPOM ocorriam mensalmente, reduzindo-se a oito a partir de 2006, com o calendário anual divulgado até o fim do mês de junho do ano anterior, nos termos do art. 6º do Regulamento do COPOM.

⁹⁶¹ Vide arts. 1º a 3º do Regulamento Anexo à Circular nº 3.593 do Banco Central do Brasil, de 2012 (Regulamento do COPOM).

⁹⁶² Vide parágrafos do art. 3º do Regulamento do COPOM.

⁹⁶³ Vide. art. 3º, §1º, II, do Regulamento do COPOM.

⁹⁶⁴ Vide art. 3º, §6º, do Regulamento do COPOM.

nominal dos votos, é publicada, imediatamente, através da Assessoria de Imprensa do Banco Central do Brasil e por Comunicado do Diretor de Política Monetária, após o fechamento dos mercados no dia da segunda sessão do COPOM.⁹⁶⁵

Por fim, o Regulamento do COPOM prevê a elaboração de ata das reuniões, com o registro nominal dos votos proferidos, bem como sua divulgação no prazo de até seis dias úteis após a data da realização da reunião.⁹⁶⁶

3.3.1.1.2 Estabilidade financeira propriamente dita: a regulação do risco sistêmico.

Em concomitância com o projeto de estabilidade monetária, pode-se dizer que o início do projeto atual de regulação financeira sistêmica no Brasil também tem como marco histórico o ano de 1994, quando o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução nº 2.099,⁹⁶⁷ integradora das diretrizes normativas de “Basiléia I” no sistema jurídico brasileiro, que foi sucedida por diversos outros atos regulatórios com intensa repercussão no sistema financeiro nacional.⁹⁶⁸

De modo geral, a regulação financeira sistêmica brasileira vem sendo conduzida pelo Banco Central do Brasil segundo legislação esparsa relacionada a temas financeiros específicos, mas com destaque especial para as Resoluções do Conselho Monetário Nacional, eventualmente complementadas por Circulares editadas pela própria autarquia, nos termos da Lei nº 4.595, de 1964.

Assim sendo, o estudo da estrutura regulatória de risco sistêmico pelo Banco Central do Brasil é melhor compreendida quando são apresentados, temporalmente, os principais atos e orientações normativas pertinentes a progressos regulatórios provenientes do Conselho Monetário Nacional ao longo dos últimos anos, destinadas à regulação de entrada, funcionamento e de saída de instituições submetidas à competência da autarquia, sem embargo da alusão ao recentemente criado Comitê de

⁹⁶⁵ Vide art. 5º do Regulamento do COPOM.

⁹⁶⁶ Vide art. 4º, §§ 3º a 5º, do Regulamento do COPOM.

⁹⁶⁷ Quanto ao ponto, é digna de menção a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.524, de setembro de 1988, posteriormente revogada pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.099, de 1994, que permitiu, pioneiramente, conforme já enfatizado anteriormente, a possibilidade de constituição de bancos múltiplos e a estipulação da regulação a eles subjacente.

⁹⁶⁸ Não obstante o ano de 1994 ser um marco histórico, diversos atos normativos anteriores ainda se mostram aplicáveis, tal como, por exemplo, a legislação que trata dos regimes especiais de intervenção *lato sensu* em instituições financeiras que se mostram inviáveis de permanecer no mercado, quais sejam, a Lei nº 6.024, de 1974, e o Decreto-Lei nº 2.321, de 1987.

Estabilidade Financeira do Banco Central (COMEF). Essa será a lógica da apresentação a partir de agora.

Dentre as Resoluções do Conselho Monetário Nacional aplicáveis à regulação financeira sistêmica exercida pelo Banco Central do Brasil,⁹⁶⁹ considerado o marco de 1994, destacam-se as seguintes: (i) Resolução nº 2.099, de 1994, que estabelece, em Regulamentos Anexos, condições de entrada e funcionamento de instituições submetidas à competência do Banco Central do Brasil;⁹⁷⁰ (ii) Resoluções de nº 2.197 e 2.211, ambas de 1995, em que se autoriza a constituição do Fundo Garantidor de Créditos (FGC)⁹⁷¹ e aprova-se o Estatuto e o Regulamento do FGC, respectivamente;⁹⁷²

⁹⁶⁹ Vale ressaltar, por oportuno, considerando o regime de câmbio flutuante adotado no Brasil, a existência de Resoluções e Circulares a respeito do mercado de câmbio e do regime de registro de capitais estrangeiros feito pelo Banco Central do Brasil, nos termos da Lei nº 11.371, de 2006. A propósito, o mercado de câmbio no Brasil é disciplinado pela Resolução nº 3.568 de Conselho Monetário Nacional, de 2008, posteriormente alterada pelas Resoluções de nº 3.657, de 2008, 3.661, de 2008, 3.810, de 2009, 3.911, de 2010, 3.954, de 2011, 3.997, de 2011, 4.051, de 2012 e 4.113, de 2012, todas do Conselho Monetário Nacional. Sem embargo, o controle de registro de capital estrangeiro no país pelo Banco Central do Brasil é normatizado através da Resolução nº 3.844 do Conselho Monetário Nacional, de 2010, alterada pela Resolução nº 3.967 do Conselho Monetário Nacional, de 2011. Tais resoluções são complementadas, constantemente, por disposições normativas contidas em Circulares editadas pelo Banco Central do Brasil, que dispõem sobre o regime jurídico cambial e de registro de capitais estrangeiros no país, consolidadas no Regulamento do Mercado de Câmbio e de Capitais Internacionais (RMCCI).

⁹⁷⁰ A Resolução nº 2.099 do Conselho Monetário Nacional, de 1994, prescreve condições de acesso, notadamente regras sobre a autorização para funcionamento, transferência de controle societário e reorganização (Anexo I), bem como os valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado (Anexo II), além de dispor sobre a instalação e funcionamento de dependências no país (Anexo III) e a obrigatoriedade da manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central (Anexo IV). Seus dispositivos sofreram alterações pelas Resoluções do Conselho Monetário Nacional de nº 2.212, de 1995, 2283, de 1996, 2301, de 1996, 2396, de 1997, e 2399, de 1997.

⁹⁷¹ O Fundo Garantidor de Créditos (FGC) é associação civil sem fins lucrativos, com personalidade jurídica de direito privado, cujo objeto é a gestão de recursos privados provenientes do sistema financeiro destinados à proteção de titulares de créditos (depositantes e investidores) contra instituições financeiras que recebem depósitos à vista, a prazo e em contas de poupança, incluindo-se as associações de poupança e empréstimo, nos limites estabelecidos pelo fundo, além de dar suporte a operações de assistência financeira às instituições associadas, nos termos do seu Regulamento e Estatuto, sem prejuízo de eventual atuação, nesse último caso, interventiva *lato sensu* conduzida pelo Banco Central do Brasil, em prol da estabilidade financeira sistêmica.

⁹⁷² O Estatuto e o Regulamento do FGC têm sido aprimorados constantemente. Após alterações sucessivas pelas Resoluções nº 3.024, de 2002, 3.251, de 2004, 3.400, de 2006, e 3.656, de 2008, as diretrizes normativas que dispõem sobre o Estatuto e o Regulamento do FGC estão consolidadas nos Anexos I e II da Resolução nº 4.087 e 4.222 do Conselho Monetário Nacional, de 2012 e 2013, respectivamente. A gestão do FGC é efetivada, exclusivamente, por Conselho de Administração e Diretoria Executiva, cujos membros são eleitos, em assembléia geral, pelos associados, assim como está prevista a existência de um Conselho Fiscal. Nos órgãos do FGC, não é permitida a eleição de controladores, administradores e funcionários de instituições associadas, assim como administradores ou funcionários de entidades de classe representativas de instituições financeiras ou de outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, o que está em conformidade com recomendações internacionais recentes oriundas do BCBS e da IADI. Por fim, deve-se consignar que está prevista a

(iii) Resolução nº 2.283, de 1996, que dispõe sobre a apuração consolidada de limites operacionais e estabelece limite de aplicação de recursos no Ativo Permanente; (iv) Resolução nº 2.451, de 1997, que estabelece a segregação da administração de recursos de terceiros das atividades das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (v) Resolução nº 2.554, de 1998, que dispõe sobre a implantação de sistemas de controles internos e de informações financeiras, operacionais e gerenciais;⁹⁷³ (vi) Resolução nº 2.682, de 1999, que estabelece critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa; (vii) Resolução nº 2.697, de 2000, que dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e divulgação de informações em nota explicativa às demonstrações financeiras; (viii) Resolução nº 2.723, de 2000, que estabelece o modelo de supervisão consolidada para instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;⁹⁷⁴ (ix) Resolução nº

possibilidade de criação de Fundo Garantidor de Créditos para as cooperativas singulares de crédito e dos bancos cooperativos integrantes do Sistema Nacional de Crédito Cooperativo (SNCC), nos termos da Resolução nº 4.150 do Conselho Monetário Nacional, de 2012, cujo Estatuto e Regulamento foram aprovados através da edição da Resolução nº 4.284 do Conselho Monetário Nacional, de 2013.

⁹⁷³ O art. 2º da Resolução nº 2.554 do Conselho Monetário Nacional, de 1998, prescreve as seguintes diretrizes normativas, *in verbis*: “Art. 2º Os controles internos, cujas disposições devem ser acessíveis a todos os funcionários da instituição de forma a assegurar sejam conhecidas a respectiva função no processo e as responsabilidades atribuídas aos diversos níveis da organização, devem prever: I - A definição de responsabilidades dentro da instituição; II - A segregação das atividades atribuídas aos integrantes da instituição de forma a que seja evitado o conflito de interesses, bem como meios de minimizar e monitorar adequadamente áreas identificadas como de potencial conflito da espécie; III - Meios de identificar e avaliar fatores internos e externos que possam afetar adversamente a realização dos objetivos da instituição; IV - A existência de canais de comunicação que assegurem aos funcionários, segundo o correspondente nível de atuação, o acesso a confiáveis, tempestivas e compreensíveis informações consideradas relevantes para suas tarefas e responsabilidades; V - A contínua avaliação dos diversos riscos associados às atividades da instituição; VI - O acompanhamento sistemático das atividades desenvolvidas, de forma a que se possa avaliar se os objetivos da instituição estão sendo alcançados, se os limites estabelecidos e as leis e regulamentos aplicáveis estão sendo cumpridos, bem como a assegurar que quaisquer desvios possam ser prontamente corrigidos; VII - A existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informações, em especial para os mantidos em meio eletrônico. Parágrafo 1º Os controles internos devem ser periodicamente revisados e atualizados, de forma a que sejam a eles incorporadas medidas relacionadas a riscos novos ou anteriormente não abordados. Parágrafo 2º A atividade de auditoria interna deve fazer parte do sistema de controles internos. Parágrafo 3º A atividade de que trata o parágrafo 2º, quando não executada por unidade específica da própria instituição ou de instituição integrante do mesmo conglomerado financeiro, poderá ser exercida: I - Por auditor independente devidamente registrado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), desde que não aquele responsável pela auditoria das demonstrações financeiras; II - Pela auditoria da entidade ou associação de classe ou de órgão central a que filiada a instituição; III - Por auditoria de entidade ou associação de classe de outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, mediante convênio, previamente aprovado por este, firmado entre a entidade a que filiada a instituição e a entidade prestadora do serviço”.

⁹⁷⁴ Tal Resolução foi alterada pela Resolução nº 2.743 do Conselho Monetário Nacional, de 2000. Mostra-se importante mencionar que as demonstrações financeiras consolidadas previstas no art. 3º da

2.882, de 2001, relacionada à regulação do funcionamento do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB) e das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram, em colaboração regulatória com a Comissão de Valores Mobiliários; (x) Resolução nº 3.263, de 2005, que efetiva a consolidação das diretrizes regulatórias acerca dos acordos para compensação e liquidação de obrigações no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (*netting*); (xi) Resolução nº 3.380, de 2006, relativa à imposição de estrutura de gerenciamento do risco operacional; (xii) Resolução nº 3.464, de 2007, que dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco de mercado; (xiii) Resolução nº 3.658, de 2008,⁹⁷⁵ que efetiva a consolidação normativa relativa ao funcionamento do Sistema de Informações de Créditos (SCR), instituído em substituição ao sistema Central de Risco de Crédito (CRC), que possibilita o fornecimento de informações sobre operações de crédito ao Banco Central do Brasil para fins de supervisão indireta sistêmica de riscos de crédito; (xiv) Resolução nº 3.921, de 2010, que dispõe sobre políticas sustentáveis de remuneração de administradores das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (xv) Resolução nº 4.019, de 2011,⁹⁷⁶ que dispõe a respeito da possibilidade de decretação de medidas prudenciais preventivas pela autarquia em instituições cuja capacidade financeira, em termos de solvência ou liquidez, esteja fragilizada, com vistas a prevenir riscos sistêmicos no Sistema Financeiro Nacional; e (xvi) Resolução nº 4.122, de 2012,⁹⁷⁷ cujos Anexos I e II estabelecem, respectivamente, requisitos regulatórios e procedimentos para constituição, autorização para funcionamento, cancelamento de autorização, alterações de controle e reorganizações societárias, assim como condições para o exercício de cargos em órgãos estatutários ou contratuais por agentes financeiros das instituições submetidas à regulação da autarquia.

Devido ao início do processo de implementação de “Basileia III”, foram editadas: (i) a Resolução nº 4.192, de 2013, instituidora de uma nova metodologia para

Resolução nº 2.723, de 2000, devem ser auditadas por auditor independente, observadas as disposições da Resolução nº 2.267 do Conselho Monetário Nacional, de 1996.

⁹⁷⁵ O art. 13 dessa resolução revoga, expressamente, as Resoluções nº 2.724 e 2.798, ambas de 2000, que tinham o mesmo objeto. A complementação normativa de suas disposições foi recentemente modificada pela Circular nº 3.567, de 2011.

⁹⁷⁶ Tal Resolução revoga, expressamente, a Resolução nº 3.398 do Conselho Monetário Nacional, de 2006, que tratava do mesmo objeto.

⁹⁷⁷ Tal Resolução conta com complementações normativas previstas na Circular nº 3.649 do Banco Central do Brasil, de 2013.

apuração do Patrimônio de Referência (PR);⁹⁷⁸ (ii) a Resolução nº 4.193, de 2013, que dispõe sobre novos padrões de apuração dos requerimentos mínimos de Patrimônio de Referência (PR), de Nível I e de Capital Principal e institui o Adicional de Capital Principal;⁹⁷⁹ (iii) a Resolução nº 4.194, de 2013, que estabelece metodologia facultativa para apuração dos requerimentos mínimos de Patrimônio de Referência (PR), de Nível I e de Capital Principal para as cooperativas de crédito que optarem pela apuração do montante dos ativos ponderados pelo risco na forma simplificada (RWARPS) e institui o Adicional de Capital Principal para essas Cooperativas;⁹⁸⁰ e (iv) a Resolução nº 4.195, de 2013, que dispõe sobre a elaboração e a remessa de Balancete Patrimonial Analítico – Conglomerado Prudencial.⁹⁸¹

Embora sem fundamentação legal explícita, é digno frisar, por oportuno, que o Banco Central do Brasil, por deliberação de sua Diretoria Colegiada, tem realizado audiências públicas em relação a minutas de Resolução (a serem encaminhadas ao Conselho Monetário Nacional) e de Circulares sobre temas mais relevantes.

Ademais, o Banco Central do Brasil conta com um comitê criado, especificamente, para deliberar sobre estabilidade financeira e regulação do risco sistêmico, a fim de estabelecer estratégias institucionais de coordenação e elaboração de

⁹⁷⁸ A aludida Resolução inicia sua eficácia em 1º de outubro de 2013. A partir dessa data, nos termos do art. 35, ficam revogadas, expressamente, as Resoluções nº 3.444, de 2007, 3.532, de 2008, e 3.655, de 2008, além dos arts. 2º a 4º da Resolução nº 3.059, de 2002, e art. 6º da Resolução nº 2.723, de 2000.

⁹⁷⁹ A aludida resolução inicia sua eficácia em 1º de outubro de 2013. A partir dessa data, nos termos do art. 19, ficam revogadas, expressamente, as Resoluções nº 2.772, de 2000, e 3.490, de 2007.

⁹⁸⁰ A aludida Resolução inicia sua eficácia em 1º de outubro de 2013. A partir dessa data, nos termos do art. 20, fica revogada, expressamente, a Resolução nº 3.897, de 2010.

⁹⁸¹ Essa Resolução, que inicia sua eficácia em 1º de julho de 2013, prescreve, nos termos do art. 1º, que todas as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, exceto cooperativas de crédito, devem elaborar, mensalmente, Balancete Patrimonial Analítico (Conglomerado Prudencial), de forma consolidada, a ser remetido ao Banco Central do Brasil, no qual devem constar todos os dados de todas as suas atividades financeiras, incluído o controle direto e indireto, no âmbito doméstico ou internacional. Assim, incluem-se nesse balancete as atividades dos conglomerados bancários relativas a: (i) instituições financeiras; (ii) demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (iii) administradoras de consórcio; (iv) instituições de pagamento que atuem como emissora ou credenciadora de cartão de crédito; (v) sociedades que realizem aquisição de operações de crédito, inclusive imobiliário, ou de direitos creditórios, a exemplo de sociedades de fomento mercantil, sociedades securitizadoras e sociedades de objeto exclusivo; (vi) sociedades seguradoras, resseguradoras, de capitalização e entidades abertas de previdência complementar; (vii) fundos de investimento nos quais as entidades integrantes do conglomerado, sob qualquer forma, assumam ou retenham substancialmente riscos e benefícios, tais como fundos de investimento exclusivo, fundos de investimento em direitos creditórios e outros fundos de investimento financeiro; e (viii) outras pessoas jurídicas sediadas no País que tenham por objeto social exclusivo a participação societária nas entidades anteriormente mencionadas.

propostas de aperfeiçoamento regulatório, o que guiará a relação da autarquia com os demais órgãos e entes que integram o Sistema Financeiro Nacional, sobretudo em relação ao CMN e ao COREMEC.⁹⁸² Trata-se do COMEF, instituído com base na autorização contida no voto BCB 112/2011, através da Portaria nº 65.180 do Banco Central do Brasil, de 2011.

O COMEF é constituído pelo Ministro-Presidente e pelos Diretores do Banco Central do Brasil, todos com direito a voto,⁹⁸³ com a participação de Chefes de Unidade de Departamentos do Banco Central do Brasil.⁹⁸⁴

As reuniões ordinárias do COMEF são realizadas bimestralmente, com a possibilidade de convocação de reuniões extraordinárias por decisão da Diretoria Colegiada.⁹⁸⁵ Assim como ocorre no COPOM, a reunião é dividida em duas sessões. Na primeira sessão, são apresentados e discutidos temas selecionados. Na segunda sessão, em que são definidas as estratégias regulatórias institucionais do Banco Central do Brasil em prol da estabilidade financeira, apenas participam o Ministro-Presidente e os Diretores do Banco Central do Brasil, além do Secretário do COMEF, que é escolhido pelo Ministro-Presidente, mas sem direito a voto. Os resultados das deliberações não são publicizados.

Em suma, a regulação financeira sistêmica exercida pelo Banco Central do Brasil constitui a espinha dorsal do Sistema Financeiro Nacional, na medida em que o mercado é integrado, majoritariamente, por conglomerados financeiros ou bancos múltiplos.

⁹⁸² Trata-se do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização, órgão do Ministério da Fazenda, que será descrito em tópico específico.

⁹⁸³ Vide art. 2º do Regulamento do COMEF, em Anexo à Portaria nº 65.180 do Banco Central do Brasil, de 2011.

⁹⁸⁴ Nos termos do §1º do art. 2º do Regulamento do COMEF, participam das reuniões os Chefes dos seguintes Departamentos: (i) Departamento de Assuntos Internacionais (Derin); (ii) Departamento Econômico (Depec); (iii) Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep); (iv) Departamento de Monitoramento do Sistema Financeiro e de Gestão da Informação (Desig); (v) Departamento de Normas do Sistema Financeiro (Denor); (vi) Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban); (vii) Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab); (viii) Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin); (ix) Departamento de Organização do Sistema Financeiro (Deorf); (x) Departamento de Supervisão de Bancos e de Conglomerados Bancários (Desup); (xi) Departamento de Supervisão de Cooperativas e de Instituições Não-Bancárias (Desuc); (xii) Gerência-Executiva de Gestão de Riscos Corporativos (Geris); (xiii) Gerência-Executiva de Normatização e Câmbio e Capitais Estrangeiro (Gence); (xiv) Procuradoria-Geral do Banco Central (PGBC); e (xv) Secretaria-Executiva (Secre).

⁹⁸⁵ Vide art. 2º, §2º, do Regulamento do COMEF.

Ela se inicia na regulação de entrada, onde o controle de acesso se dá, basicamente, a partir da avaliação da idoneidade financeira-patrimonial dos planos de negócios apresentados para a constituição de instituições sujeitas à autorização pela autarquia, sem prejuízo da análise de reputação e qualidade dos agentes financeiros participantes da administração dessas instituições, que ocorre, hoje, sobretudo, nos termos dos Anexos da Resolução nº 4.122 do Conselho Monetário Nacional, de 2012.⁹⁸⁶

Em sequência, ocorre a regulação de funcionamento ou a supervisão prudencial direta e indireta⁹⁸⁷ das atividades das instituições autorizadas a funcionar pela autarquia, mediante o acompanhamento da adequação financeira-patrimonial dessas instituições, segundo os métodos oficiais de controle técnico de riscos financeiros, em termos de liquidez e solvência, com foco na mitigação de riscos sistêmicos.

Quanto ao ponto, além de reiterar-se a importância das diversas Resoluções que tratam da integração das diretrizes normativas internacionais oriundas do BCBS (Basiléia I, II, II.5 e III), amplamente mencionadas na dissertação, é importante mencionar a existência do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), instituído pela Lei nº 10.214, de 2001 e complementado pela Resolução nº 2.882 do Conselho Monetário Nacional, do mesmo ano, além das Circulares subsequentes do Banco Central do Brasil.

Por fim, a regulação de saída tem por objetivo disponibilizar mecanismos institucionais de gestão isolada e/ou sistêmica de focos de crises financeiras. Nesse sentido, instrumentos regulatórios preventivos ou regimes de intervenção *lato sensu* em instituições frágeis ou incapazes de permanecer atuando no mercado financeiro são essenciais à manutenção da estabilidade financeira sistêmica, o que se faz, atualmente, com base nas prescrições constantes da Lei nº 9.447, de 1997, e Resolução nº 4.019 do Conselho Monetário Nacional, de 2011, e, em último caso, pela decretação de regimes especiais, com base na Lei nº 6.024, de 1974, ou no Decreto-Lei nº 2.321, de 1987, com o suporte financeiro-institucional do Fundo Garantidor de Créditos (FGC).

3.3.1.2 Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

⁹⁸⁶ Complementada pela Circular nº 3.649 do Banco Central do Brasil, de 2013.

⁹⁸⁷ Diz-se que a supervisão é direta quando o monitoramento financeiro é feito *in loco* através de inspeções. A supervisão indireta, por sua vez, é realizada a partir dos dados enviados pelas instituições fiscalizadas.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é autarquia, vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pela Lei nº 6.385, de 1976,⁹⁸⁸ responsável pela regulação dos mercados à vista ou de futuros⁹⁸⁹ de valores mobiliários,⁹⁹⁰ máxime a atuação de agentes financeiros na distribuição pública, compra e venda, corretagem, registro, compensação e liquidação de operações com valores mobiliários, assim como Bolsas de Valores e Bolsas de Mercadorias e Futuros.⁹⁹¹

A CVM, além de atuar de forma coordenada com o Banco Central do Brasil⁹⁹², está sujeita ao poder normativo do Conselho Monetário Nacional⁹⁹³, sem prejuízo do poder de emitir Instruções, Circulares e Deliberações.

⁹⁸⁸ Na redação dada pela Lei nº 10.411, de 2002 ao art. 5º da Lei nº 6.385, de 1976, a CVM é uma autoridade administrativa independente, dotada de autonomia financeira e orçamentária e sem subordinação hierárquica, onde os dirigentes têm mandato fixo e estabilidade.

⁹⁸⁹ Quanto aos mercados de futuros, houve-se por bem incluir na Lei nº 6.385, de 1976, através da Lei nº 12.543, de 2011 (enquanto resultado da conversão da Medida Provisória nº 539, de 2011), a regra segundo a qual os contratos derivativos somente são juridicamente válidos se registrados em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 2º, §4º, da Lei nº 6.385, de 1976), com complementação normativa pelo Conselho Monetário Nacional.

⁹⁹⁰ A regulação da CVM, nos termos do art. 1º da Lei nº 6.385, de 1976, incide sobre as seguintes atividades: (i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (ii) a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; (iii) a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (iv) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; (v) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (vi) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (vii) a auditoria das companhias abertas; (viii) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. Por sua vez, são considerados valores mobiliários (art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976): (i) as ações, debêntures e bônus de subscrição; (ii) os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento; (iii) os certificados de depósito de valores mobiliários; (iv) as cédulas de debêntures; (v) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (vi) as notas comerciais; (vii) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; (viii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e (ix) quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros, excluídos: (ix.a) os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; e (ix.b) os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. As instituições que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários estão elencadas no art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976.

⁹⁹¹ Vide art. 15 e ss da Lei nº 6.385, de 1976.

⁹⁹² Vide art. 3º, §1º, da Lei nº 6.385, de 1976.

⁹⁹³ Cabe ao Conselho Monetário Nacional, nos termos do art. 3º da Lei nº 6.385, de 1976, estabelecer as seguintes diretrizes regulatórias: (i) definir a política de organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; (ii) regular a utilização do crédito nesse mercado; (iii) fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições; (iv) definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil; (v) aprovar o quadro e o regime de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários; e (vi) estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: (vi.a) determinar depósitos

A propósito, as principais Resoluções do Conselho Monetário Nacional pertinentes à CVM são as seguintes: (i) Resolução nº 1.655, de 1989,⁹⁹⁴ que regula o funcionamento das sociedades corretoras de valores mobiliários; (ii) Resolução nº 2.692, de 2000,⁹⁹⁵ que trata da regulação de constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores; (iii) Resolução nº 2.838, de 2001,⁹⁹⁶ pertinente à regulação da atividade de agente autônomo de investimento (AAI); Resolução nº 2.882, de 2001,⁹⁹⁷ que se refere ao Sistema de Pagamentos Brasileiro; e (iv) Resolução nº 3.472, de 2006, destinada à instituição de um modelo de Supervisão Baseada em Risco (SBR), cujas diretrizes foram complementadas através da Deliberação CVM nº 521, de 2007 (art. 3º), o que sujeita a CVM à apresentação de um Plano Bienal de Supervisão e Relatório Semestral de Monitoramento de Riscos ao Conselho Monetário Nacional (art. 2º).⁹⁹⁸

A direção da CVM é exercida por um Diretor-Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais, com mandato de cinco anos,⁹⁹⁹ vedada a recondução, devendo ser renovado

sobre os valores nocionais dos contratos; e (vi.b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos, segundos os objetivos prescritos no art. 4º da mesma lei.

⁹⁹⁴ Alterada pelas Resoluções de nº 1.724, de 1990, 2.099, de 1994, 2.951, de 2002, e 3.485, de 2007.

⁹⁹⁵ Alterada pelas Resoluções de nº 2.709, de 2000, 2.774, de 2000, e 2.819, de 2001.

⁹⁹⁶ Alterada pela Resolução nº 3.057, de 2002.

⁹⁹⁷ Alterada pela Resolução nº 3.057, de 2001.

⁹⁹⁸ Com a edição da PORTARIA/CVM/PTE/Nº 011, de 2011, a CVM criou o Comitê de Identificação de Riscos (CIR), destinado a coordenar a supervisão prudencial no âmbito da CVM. Integram o Comitê os Diretores, os superintendentes, o titular da Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA) e o Procurador-Chefe da Procuradoria Federal Especializada (PFE), com a possibilidade de convites de participantes do mercado. A coordenação do Comitê é de responsabilidade do titular da Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA), instituída pelo Decreto nº 7.406, de 2010, cujas atribuições são a de colher informações, realizar pesquisas e análises econômicas associadas às competências da CVM. No corrente ano, conforme Memorando do Diretor Otávio Yazbek (MEMO/DOZ/Nº 003/2013), decidiu-se pela reorganização institucional da supervisão prudencial da CVM em três Comitês. O Comitê Gestor da Supervisão Baseada em Risco ficará responsável pela gestão da Supervisão Baseada em Risco (SBR). Por sua vez, o Comitê Interno de Riscos (CIR) lidará com os riscos emergentes identificados pela IOSCO em 2010, relacionados à dimensão sistêmica das atividades de regulação do mercado de valores mobiliários e à necessidade de constante monitoramento do chamado perímetro regulatório. Por fim, o Comitê de Gestão de Riscos Institucionais, a ser implementado em julho de 2013, lidará com riscos institucionais, com foco na regulação de condutas. Fonte: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/Extrato%20da%20Ata%20da%20Reuni%C3%A3o%2025.06.asp>. Acesso em 01.08.2013.

⁹⁹⁹ A perda do mandato de quaisquer dos dirigentes da CVM somente ocorrerá em razão de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar, cuja legitimidade para instauração, nesse último caso, é do Ministro de Estado da Fazenda, com fundamento em violação à lei penal, lei de improbidade administrativa ou inobservância dos deveres e das proibições inerentes ao

a cada ano um quinto dos membros do Colegiado.¹⁰⁰⁰ A Diretoria Colegiada se reúne, ordinariamente, ao menos uma vez por semana, e, extraordinariamente, quando convocado pelo Presidente ou um Diretor, com *quorum* votação de maioria simples.¹⁰⁰¹

Dentre as prescrições importantes da Lei nº 6.385, de 1976, podem ser destacadas: (i) a instituição de taxa de ficalização;¹⁰⁰² (ii) a previsão expressa de se designar audiência pública para debater projetos de atos normativos;¹⁰⁰³ (iii) a possibilidade de celebração de convênios com instituições regulatórias ou entidades privadas cujo objeto diga respeito a normas de contabilidade e auditoria;¹⁰⁰⁴ (iv) a competência da CVM para celebrar Termos de Compromisso de Cessação;¹⁰⁰⁵ (v) a possibilidade de regulação sobre auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários,¹⁰⁰⁶ com destaque para a Instrução nº 521 da CVM, de 2012, que regula a atividade de classificação de risco no mercado brasileiro de valores mobiliários; e (vi) a exigência institucional de colaboração informacional da CVM com as demais instituições do Sistema Financeiro Nacional e Secretaria da Receita Federal.¹⁰⁰⁷

3.3.2 Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP).

O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), órgão do Ministério da Fazenda,¹⁰⁰⁸ é a instituição responsável pela formulação de políticas públicas no âmbito

cargo. Tal processo deve ser conduzido por comissão especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento, conforme os parágrafos do art. 6º da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁰⁰⁰ Vide art. 6º, *caput*, e §1º, da Lei nº 6.385, de 1976, complementado pelo Decreto nº 4.300, de 2002.

¹⁰⁰¹ Vide art. 15 do Regimento Interno da CVM (Portaria nº 327 do Ministério da Fazenda, de 1977).

¹⁰⁰² Vide art. 7º, V, da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁰⁰³ Vide art. 8º, §3º, I, da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁰⁰⁴ Vide art. 10-A da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁰⁰⁵ Vide art. 10, §5º, da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁰⁰⁶ Vide arts. 26 e 27 da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁰⁰⁷ Vide art. 28 da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁰⁰⁸ Vide art. 2º, III, “d”, do Decreto nº 7.482, de 2011.

do Sistema Nacional de Seguros Privados,¹⁰⁰⁹ com competência para o estabelecimento de diretrizes normativas nos diversos segmentos do mercado de seguros, sobretudo com vistas à preservação do equilíbrio financeiro-patrimonial sistêmico dos agentes financeiros que interagem nesses mercados.¹⁰¹⁰

Por sua vez, a composição do CNSP¹⁰¹¹ é a seguinte: (i) Ministro de Estado da Fazenda, que atua como Presidente;¹⁰¹² (ii) representante do Ministério da Justiça; (iii) representante do Ministério da Previdência Social; (iv) Superintendente da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP); (v) representante do Banco Central do Brasil; e (vi) representante da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O serviço de Secretaria-Executiva do CNSP é feito pela SUSEP.¹⁰¹³

As reuniões ordinárias do CNSP são trimestrais,¹⁰¹⁴ com *quorum* de instalação de, no mínimo, quatro membros,¹⁰¹⁵ e aprovação por maioria de votos.¹⁰¹⁶ Os Diretores

¹⁰⁰⁹ Os objetivos regulatórios principais da política brasileira de seguros privados (art. 5º do Decreto-Lei nº 73, de 1966) são os seguintes: (i) promover a expansão do mercado de seguros e propiciar condições operacionais necessárias para sua integração no processo econômico e social do País; (ii) firmar o princípio de reciprocidade em operações de seguro, condicionando a autorização para o funcionamento de empresas e firmas estrangeiras a igualdade de condições no país de origem; (iii) promover o aperfeiçoamento das sociedades seguradoras; (iv) preservar a liquidez e a solvência das sociedades seguradoras; e (v) coordenar a política de seguros com a política estabelecida pelo CMN.

¹⁰¹⁰ As competências específicas do CNSP estão previstas no art. 32 do Decreto-Lei nº 73, de 1966, quais sejam: (i) fixar as diretrizes e normas da política de seguros privados; (ii) regular a constituição, organização, funcionamento e fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas a este Decreto-Lei, bem como a aplicação das penalidades previstas; (iii) estipular índices e demais condições técnicas sobre tarifas, investimentos e outras relações patrimoniais a serem observadas pelas Sociedades Seguradoras; (iv) fixar as características gerais dos contratos de seguros; (v) fixar normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas sociedades seguradoras; (vi) delimitar o capital das sociedades seguradoras e dos resseguradores; (vii) estabelecer as diretrizes gerais das operações de resseguro; (viii) disciplinar as operações de cosseguro; (ix) aplicar às sociedades seguradoras estrangeiras autorizadas a funcionar no país as mesmas vedações ou restrições equivalentes às que vigorarem nos países da matriz, em relação às sociedades seguradoras brasileiras ali instaladas ou que neles desejem estabelecer-se; (x) prescrever os critérios de constituição das sociedades seguradoras, com fixação dos limites legais e técnicos das operações de seguro; (xi) disciplinar a corretagem de seguros e a profissão de corretor; (xii) decidir sobre sua própria organização, elaborando o respectivo Regimento Interno; (xiii) regular a organização, a composição e o funcionamento de suas Comissões Consultivas; e (xiv) regular a instalação e o funcionamento das Bolsas de Seguro.

¹⁰¹¹ Vide art. 33 do Decreto-Lei nº 73, de 1966, conforme alteração dada pelo art. 2º da Lei nº 10.190, de 2001.

¹⁰¹² As atribuições do Presidente constam dos arts. 5º e 6º do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados (Anexo da Resolução nº 111 do Conselho Nacional de Seguros Privados, de 2004).

¹⁰¹³ Vide art. 13 e 14 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

¹⁰¹⁴ Vide art. 23 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

¹⁰¹⁵ Vide art. 25 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

¹⁰¹⁶ Vide art. 33 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

da SUSEP poderão participar das reuniões, sem direito a voto,¹⁰¹⁷ bem como Assessores designados pelos membros do CNSP. Os resultados das deliberações do CNSP sobre os assuntos relacionados à política de seguros privados tomam a forma de Resoluções,¹⁰¹⁸ com publicação no Diário Oficial da União e no sítio eletrônico da SUSEP.¹⁰¹⁹

Ao final, são lavradas atas com o extrato dos assuntos discutidos e excluídas as matérias de caráter confidencial.¹⁰²⁰

Funcionam junto ao CNSP oito Comissões Consultivas, sem prejuízo de criação de outras se houver necessidade, ouvidas obrigatoriamente quando o assunto a ser discutido no CNSP envolve as respectivas áreas,¹⁰²¹ a saber: (i) Saúde; (ii) Trabalho; (iii) Transporte; (iv) Mobiliária e de Habitação; (v) Rural; (vi) Aeronáutica; (vii) Crédito; e (viii) Corretores.

Tal como ocorre na relação entre CMN e Banco Central do Brasil, as informações sobre o CNSP são escassas no sítio eletrônico do Ministério da Fazenda e bem acessíveis no sítio eletrônico da SUSEP. Ademais, percebe-se que o grau de confidencialidade das deliberações no âmbito do CNSP é um traço institucional marcante, eis que somente se dá publicidade ao resultado de algumas deliberações, notadamente o conteúdo as Resoluções.

Por fim, o grau de participação social nas deliberações do CNSP é muito baixo e a única forma de interação social nas reuniões ocorre mediante convites formais para participação, sem direito a voto em nenhuma hipótese.

3.3.2.1 Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

A Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) é autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, com competência para regular a entrada, o funcionamento e

¹⁰¹⁷ Vide art. 27 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

¹⁰¹⁸ Vide art. 35, I, do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

¹⁰¹⁹ Vide art. 40 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

¹⁰²⁰ Vide art. 40 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

¹⁰²¹ Vide art. 34 do Decreto-Lei nº 73, de 1966, e arts. 8º a 12 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados. A organização da pauta segue rito similar ao do CMN. V. drts. 19 a 22 do Regimento Interno do Conselho Nacional de Seguros Privados.

eventual saída de mercado de sociedades seguradoras,¹⁰²² sociedades de capitalização,¹⁰²³ entidades abertas de previdência complementar,¹⁰²⁴ sociedades resseguradoras e cosseguradores,¹⁰²⁵ segundo as diretrizes normativas legais, as Resoluções do Conselho Monetário Nacional e as Resoluções do Conselho Nacional de Seguros Privados.

Quanto ao acervo normativo aplicável, vale destacar a Resolução nº 3.308 do Conselho Monetário Nacional, de 2005,¹⁰²⁶ que estabelece as diretrizes de aplicação dos recursos administrados pelas sociedades reguladas, inclusive resseguradoras locais (Resolução nº 3.357 do Conselho Monetário Nacional, de 2008), mediante a instituição da Supervisão Baseada em Risco (SBR) no âmbito da SUSEP.

Sendo assim, as Resoluções acima mencionadas impõem regulação sobre o modo de constituição de reservas técnicas, provisões e fundos administrados pelas instituições reguladas pela SUSEP, a partir de métodos de avaliação de risco de investimentos e ativos, com exigências de limitação na alocação e concentração da carteira de acordo com a qualidade dos ativos e dos emissores.

Dentre todas as atribuições competenciais da SUSEP,¹⁰²⁷ podem ser destacadas as seguintes: (i) a proteção aos consumidores financeiros nos mercados de seguro,

¹⁰²² Vide Decreto-Lei nº 73, de 1966, na qual estão previstos, em linhas gerais, os requisitos para a constituição e autorização de funcionamento (arts. 74 a 88), funcionamento (arts. 89 a 93) e saída voluntária ou compulsória de sociedades seguradoras do mercado (94 a 107).

¹⁰²³ Vide Decreto-Lei nº 261, de 1967, alterado pelo Lei Complementar nº 137, de 2010, o qual prescreve a aplicação do regime jurídico regulatório do Decreto-Lei nº 73, de 1966, às sociedades de capitalização (arts. 3º e 4º do Decreto-Lei nº 261, de 1967, com a redação dada pela Lei Complementar nº 137, de 2010).

¹⁰²⁴ Nos termos do art. 74 da Lei Complementar nº 109, de 2001, as entidades abertas de previdência complementar estão sujeitas à regulação exercida através das diretrizes normativas definidas pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). As diretrizes regulatórias de entrada e reorganização societária - constituição para autorização de funcionamento e atos de concentração econômica no setor - estão previstas, basicamente, nos arts. 36 a 38 da Lei Complementar nº 109, de 2001, as diretrizes de regulação de funcionamento nos arts. 40 a 43 e de regulação de saída nos arts. 44 a 62 da referida Lei Complementar, aplicáveis no âmbito da SUSEP, no que couber, o art. 2º e 15 do Decreto-Lei nº 2.321, de 1987, arts. 1º a 8º da Lei nº 9.447, de 1997 e arts. 3º a 49 da Lei nº 6.024, de 1974, conforme o art. 3º da Lei nº 10.910, de 2001.

¹⁰²⁵ As atividades de resseguro e cosseguro estão disciplinadas na Lei Complementar nº 126, de 2007, que efetuou alterações nas prescrições normativas do Decreto-Lei nº 73, de 1966, de modo a instituir uma aplicação conjunta e sistemática de ambos os atos normativos citados aos resseguradores e cosseguradores.

¹⁰²⁶ Tal Resolução foi alterada pelas Resoluções de nº 3.358, de 2006, 4.026, de 2011, 4.176, de 2013, e 4.221, de 2013, todas editadas pelo Conselho Monetário Nacional.

¹⁰²⁷ Vide art. 3º do Regimento Interno da SUSEP, aprovado pela Resolução nº 272 do Conselho Nacional de Seguros Privados, de 2012.

resseguro, retrocessão, capitalização e previdência complementar aberta; e (ii) a promoção do aperfeiçoamento da regulação financeira dos mercados regulados, zelando pela liquidez e solvência dos agentes submetidos à sua esfera de atuação regulatória, mediante análise de pedidos de autorização de constituição e funcionamento, supervisão financeira das atividades das instituições autorizadas, inclusive reorganizações societárias, além do poder legal de decretação de regimes de intervenção ou liquidação extrajudicial quando comprovada a inviabilidade de permanência da instituição regulada no mercado.

Além disso, a SUSEP tem o poder legal de editar Instruções e Circulares¹⁰²⁸ para complementar as diretrizes regulatórias oriundas das leis atributivas de competência à SUSEP, assim como de Resoluções do CMN e do CNSP.

Vale ressaltar, ainda, a existência da Deliberação SUSEP nº 92, de 2004, que disciplina os procedimentos referentes à audiência pública cujo objeto sejam minutas de projetos normativos a serem encaminhados ao CNSP, e da Circular SUSEP nº 450, de 2012, que instituiu a possibilidade de celebração de Termo de Ajustamento de Conduta no âmbito dos mercados regulados pela SUSEP.

Quanto à composição diretiva da SUSEP, ela é constituída por um Conselho Diretor integrado pelo Superintendente, que atua como Presidente, e quatro Diretores, indicados pelo Ministro de Estado da Fazenda, dentre pessoas de reconhecida competência e ilibada reputação, nomeados pelo Presidente da República, exoneráveis *ad nutum*.¹⁰²⁹

As reuniões ordinárias do Conselho Diretor ocorrem semanalmente, podendo ser realizadas reuniões extraordinárias, cujo *quorum* de votação é de maioria dos membros. Participam das reuniões, sem direito a voto, o Chefe da Secretaria-Geral, o Procurador-Chefe, o Chefe de Gabinete e, quando necessário, representante de qualquer outra unidade a que se referir o assunto objeto de deliberação, havendo a possibilidade de convocação de servidores, especialistas e representantes de outras instituições.¹⁰³⁰

¹⁰²⁸ Vide art. 36, “b”, 88 e 109 do Decreto-Lei nº 73, de 1966.

¹⁰²⁹ Vide art. 5º, *caput*, e parágrafo único do Regimento Interno da SUSEP.

¹⁰³⁰ Vide art. 9º do Regimento Interno da SUSEP.

Os resultados das deliberações devem constar de atas específicas, com a divulgação pública, se for o caso, de Instruções, Deliberações, Circulares e Pareceres de Orientação sobre matérias de competência da SUSEP.¹⁰³¹

3.3.3 Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC).

O Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), anteriormente denominado Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), nos termos do art. 74 da Lei Complementar nº 109, de 2001,¹⁰³² é o órgão do Ministério da Previdência Social responsável pela regulação do regime de previdência complementar, de caráter facultativo, operado pelas entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), normalmente conhecidas como fundos de pensão,¹⁰³³ conforme o art. 5º da Lei Complementar nº 109, de 2001, e art. 13 da Lei nº 12.154, de 2009.

A composição do CNPC, nos termos dos arts. 14 e 16, §1º, da Lei nº 12.154, de 2009, e art. 3º do Regimento Interno,¹⁰³⁴ é integrada da seguinte forma: (i) Ministro de Estado da Previdência Social, como Presidente; (ii) representante da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC); (iii) representante da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social; (iv) representante da Casa da Civil da Presidência da República; (v) representante do Ministério da Fazenda; (vi) representante do Ministério do Planejamento, Orçamento e

¹⁰³¹ Vide, especialmente, os incisos IV e IX do art. 10 do Regimento Interno da SUSEP.

¹⁰³² A redação do dispositivo é a seguinte, *in verbis*: “Art. 74. Até que seja publicada a lei de que trata o art. 5º desta Lei Complementar, as funções do órgão regulador e do órgão fiscalizador serão exercidas pelo Ministério da Previdência e Assistência Social, por intermédio, respectivamente, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) e da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), relativamente às entidades fechadas, e pelo Ministério da Fazenda, por intermédio do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), em relação, respectivamente, à regulação e fiscalização das entidades abertas”.

¹⁰³³ A regulação segue os objetivos regulatórios gerais para a previdência complementar previstos no art. 3º da Lei Complementar nº 109, de 2001, quais sejam: (i) formular a política de previdência complementar; (ii) regular as atividades reguladas por esta Lei Complementar, compatibilizando-as com as políticas previdenciária e de desenvolvimento social e econômico-financeiro; (iii) determinar padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos no sentido de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e de cada entidade de previdência complementar, no conjunto de suas atividades; (iv) assegurar aos participantes e assistidos o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios; (v) fiscalizar as entidades de previdência complementar, suas operações e aplicar penalidades; e (vi) proteger os interesses dos participantes e assistidos dos planos de benefícios.

¹⁰³⁴ O Regimento Interno do CNPC foi consolidado com a edição da Portaria do Ministério de Previdência Social (MPS) nº 132, de 2011, em conformidade com o Decreto nº 7.123, de 2010.

Gestão; (vii) representante das entidades fechadas de previdência complementar; (viii) representante dos patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar; e (ix) representante dos participantes e assistidos de planos de benefícios das entidades fechadas.¹⁰³⁵

Os membros do CNPC, salvo o Ministro de Estado da Previdência Social, têm mandato de dois anos, permitida uma única recondução.¹⁰³⁶ O Ministro de Estado da Previdência Social pode decretar, de forma fundamentada, a perda do mandato do membro, titular ou suplente, nas hipóteses taxativas previstas no Regimento Interno.¹⁰³⁷

As propostas de resolução ou recomendações para inclusão em pauta podem ser formuladas pelo: (i) Ministro de Estado da Previdência Social; (ii) Secretário de Políticas de Previdência Complementar; (iii) Diretoria Colegiada da Previc; ou (iv) por, no mínimo, três membros do Conselho,¹⁰³⁸ devidamente acompanhadas da respectiva minuta, exposição de motivos e parecer jurídico elaborado pelo proponente.¹⁰³⁹

As sessões ordinárias do CNPC ocorrem trimestralmente,¹⁰⁴⁰ mas pode haver a convocação de sessões extraordinárias, com previsão expressa acerca da abertura da sessão ao público, salvo quando houver matéria sigilosa envolvida, mediante deliberação justificada do colegiado.¹⁰⁴¹ O *quorum* de instalação das sessões é de maioria simples, assim como o *quorum* de votação.

¹⁰³⁵ Os representantes do poder público e seus respectivos suplentes são indicados pelos correspondentes Ministros de Estado e designados pelo Ministro de Estado da Previdência Social. Quanto aos representantes do setor privado e seus respectivos suplentes, há a designação pelo Ministro de Estado da Previdência Social, sendo que o representante das entidades fechadas de previdência complementar e o respectivo suplente são indicados pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP), o representante dos participantes e assistidos das entidades fechadas de previdência complementar e o respectivo suplente são indicados pela Associação Nacional dos Participantes de (ANAPAR); e o representante dos patrocinadores e instituidores é escolhido na forma disciplinada pelo Ministério da Previdência Social.

¹⁰³⁶ Vide art. 5º do Regimento Interno do CNPC.

¹⁰³⁷ Vide art. 7º do Regimento Interno do CNPC, sendo que o membro afastado por qualquer das razões previstas neste artigo não pode ser designado como membro do CNPC pelo prazo de cinco anos, contado da publicação oficial do ato que decretar a perda do mandato.

¹⁰³⁸ Vide art. 25 do Regimento Interno do CNPC.

¹⁰³⁹ Vide art. 26 do Regimento Interno do CNPC.

¹⁰⁴⁰ Vide art. 18, I, do Regimento Interno do CNPC.

¹⁰⁴¹ Vide art. 22 do Regimento Interno do CNPC.

A Secretaria de Políticas de Previdência Complementar funciona como Secretaria-Executiva do CNPC¹⁰⁴² e as deliberações resultam em Resoluções ou Recomendações,¹⁰⁴³ que são publicadas no Diário Oficial da União.

O desenho institucional do CNPC é bem curioso. Além de: (i) sua composição incluir representantes da sociedade civil, (ii) a regra das sessões de deliberação é a publicidade e (iii) os seus integrantes, salvo o Ministro de Estado da Previdência Social, possuem mandato a termo com fundamento em artigo do Regimento Interno, sendo que a decretação da perda de mandato está vinculada a razões específicas nele prescritas.

3.3.3.1 Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), anteriormente denominada Secretaria de Previdência Complementar (SPC), nos termos do art. 74 da Lei Complementar nº 109, de 2001,¹⁰⁴⁴ é autarquia vinculada ao Ministério da Previdência Social¹⁰⁴⁵ com competência para regular a entrada, o funcionamento e eventual saída de mercado das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), conforme as diretrizes normativas estabelecidas pelos arts. 31 a 35 da Lei Complementar nº 109, de 2001, de acordo com as normas contidas nas Resoluções do CMN e do CNPC.

Quanto ao ponto, vale destacar a Resolução nº 3.792 do Conselho Monetário Nacional, de 2009, alterada pela Resolução nº 3.846 do Conselho Monetário Nacional, de 2010, que estabelece as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar, ou seja, impõe a adoção da Supervisão Baseada em Risco (SBR) no âmbito da PREVIC.

Desse modo, tal Resolução regula o modo de constituição de reservas técnicas, provisões e fundos dos planos administrados pelas EFPCs, a partir de métodos de

¹⁰⁴² Vide art. 16 e 17 do Regimento Interno do CNPC.

¹⁰⁴³ Vide art. 24 do Regimento Interno do CNPC.

¹⁰⁴⁴ A redação do dispositivo é a seguinte, *in verbis*: “Art. 74. Até que seja publicada a lei de que trata o art. 5º desta Lei Complementar, as funções do órgão regulador e do órgão fiscalizador serão exercidas pelo Ministério da Previdência e Assistência Social, por intermédio, respectivamente, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) e da Secretaria de Previdência Complementar (SPC), relativamente às entidades fechadas, e pelo Ministério da Fazenda, por intermédio do Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), em relação, respectivamente, à regulação e fiscalização das entidades abertas”.

¹⁰⁴⁵ Vide art. 1º da Lei nº 12.154, de 2009.

avaliação de risco de investimentos e ativos, com exigências de limitação na alocação e concentração da carteira de acordo com a qualidade dos ativos e dos emissores.

Em termos práticos, a PREVIC avalia pedidos de autorização de constituição e funcionamento das EFPCs,¹⁰⁴⁶ efetua a supervisão financeira das atividades dessas instituições,¹⁰⁴⁷ inclusive reorganizações societárias,¹⁰⁴⁸ além de ter o poder legal de decretação de regimes de intervenção ou liquidação extrajudicial em EFPCs que se mostrem inviáveis de permanecer no mercado.¹⁰⁴⁹

Além disso, a PREVIC tem o poder legal de editar Instruções¹⁰⁵⁰ para complementar as diretrizes regulatórias oriundas da Lei Complementar nº 109, de 2001, do CMN e do CNPC, com previsão expressa no sentido de privilegiar meios de conciliação e mediação de conflitos entre participantes das EFPCs¹⁰⁵¹ e promover intercâmbio de informações com as demais instituições do Sistema Financeiro Nacional,¹⁰⁵² com a celebração de convênios,¹⁰⁵³ se for o caso.

Vale ressaltar, ainda, a existência das seguintes instruções: (i) Instrução nº 3 da PREVIC, de 2010,¹⁰⁵⁴ que estabelece a possibilidade de celebração de Termo de Ajustamento de Conduta (TAC) por deliberação da Diretoria Colegiada da PREVIC; (ii) Instrução nº 6 da PREVIC, de 2010,¹⁰⁵⁵ que disciplina a realização de consultas e

¹⁰⁴⁶ Vide art. 2º, IV, “a”, da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁴⁷ Vide art. 2º, I, da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁴⁸ Vide art. 2º, IV, “b”, da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁴⁹ Vide art. 2º, VI e VII, da Lei nº 12.154, de 2009, aplicados segundo os arts. 44 a 62 da Lei Complementar nº 109, de 2001.

¹⁰⁵⁰ Vide art. 2º, III, da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁵¹ Vide art. 2º, VIII, da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁵² Vide art. 2º, §1º, da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁵³ A PREVIC possui convênios com diversos agentes de mercado e instituições do Sistema Financeiro Nacional. A lista está disponível em: http://www.mpas.gov.br/previc.php?id_spc=150. Acesso em 01.05.2013.

¹⁰⁵⁴ Consta da Instrução os fundamentos legais para a sua edição, a saber: (i) art. 3º, II, V e VI, da Lei Complementar nº 109, de 2001, e art. 2º, III e V, da Lei nº 12.154, de 2009, com aplicação em relação aos “administradores dos patrocinadores ou instituidores, os atuários, os auditores independentes, os avaliadores de gestão e outros profissionais que prestem serviços técnicos à entidade, diretamente ou por intermédio de pessoa jurídica contratada” (art. 63, parágrafo único, da Lei Complementar nº 109, de 2001). Os TACs celebrados pela PREVIC são disponibilizados no seu sítio eletrônico. Disponível em: http://www.previdencia.gov.br/previc.php?id_spc=1063. Acesso em 01.05.2013.

¹⁰⁵⁵ Segundo a referida Instrução, a consulta pública será realizada por meio da publicação de aviso no sítio eletrônico da PREVIC, o qual especificará o objeto, os procedimentos da consulta e o prazo para a

audiências públicas; e Instrução nº 7 da PREVIC, de 2010, que instituiu e regulamentou o funcionamento da Comissão de Mediação, Conciliação e Arbitragem da PREVIC (CMCA).

Quanto à composição da Diretoria Colegiada da PREVIC, ela é integrada por um Diretor-Superintendente e quatro Diretores, escolhidos dentre pessoas de ilibada reputação e de notória competência, com indicação pelo Ministro de Estado da Previdência Social e nomeação pelo Presidente da República, exoneráveis *ad nutum*.¹⁰⁵⁶

Dentre aspectos institucionais importantes, cabe citar a função de assessoria do Ministro de Estado da Previdência Social acerca de diagnósticos e sugestões de políticas regulatórias para o setor,¹⁰⁵⁷ a previsão de quarentena de quatro meses aos Diretores após a exoneração no setor de EFPCs,¹⁰⁵⁸ além da instituição da taxa de fiscalização como uma das fontes de receita da PREVIC.¹⁰⁵⁹

As reuniões da Diretoria Colegiada ocorrem semanalmente, com a participação, sem direito a voto, do Procurador Chefe, o Chefe de Gabinete e o Chefe da Assessoria de Comunicação Social, bem como de servidores e especialistas convidados,¹⁰⁶⁰ nas quais serão deliberadas as propostas sobre matérias de competência da PREVIC, acompanhadas das justificativas pertinentes.¹⁰⁶¹ O *quorum* de instalação é de maioria simples, com *quorum* de votação de maioria simples.¹⁰⁶²

manifestação dos interessados, devidamente acompanhada da divulgação das minutas dos atos normativos ou documentos que instruem o processo administrativo. As sugestões, por sua vez, deverão ser enviadas conforme o procedimento estabelecido no aviso, exigindo-se sugestões específicas (art. 2º). Por sua vez, a audiência pública será realizada em data, horário e local previamente divulgado pela PREVIC, por meio de aviso publicado em seu sítio eletrônico (art. 3º), havendo a possibilidade de convite de especialistas na matéria em discussão para a audiência pública ou para se manifestar na consulta pública (art. 4º). A Instrução nº 7 da PREVIC, por exemplo, que instituiu a CMCA e sua regulamentação, foi submetida à consulta e audiência pública. Fonte: http://www.previdencia.gov.br/previc.php?id_spc=1056. Acesso em 01.05.2013.

¹⁰⁵⁶ Vide art. 4º da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁵⁷ Vide art. 7º da Lei nº 12.154, de 2009 e art. 11 do Regimento Interno da PREVIC, consolidado no Anexo da Portaria nº 183 do Ministério da Previdência Social (MPS), de 2010, conforme o Decreto nº 7.075, de 2010.

¹⁰⁵⁸ Vide art. 6º da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁵⁹ Vide art. 11, III, e 12 da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁶⁰ Vide art. 16 do Regimento Interno da PREVIC.

¹⁰⁶¹ Vide arts. 19 e 20 do Regimento Interno da PREVIC.

¹⁰⁶² Vide art. 23 do Regimento Interno da PREVIC.

Os atos normativos aprovados por deliberação da Diretoria Colegiada constituem Instruções, que constarão de ata a ser disponibilizada no sítio eletrônico da PREVIC, ressalvadas as hipóteses de sigilo.¹⁰⁶³

Por fim, a PREVIC tem o dever de elaboração de Relatório Anual de suas atividades para envio ao Ministério da Previdência Social, que o remeterá ao Presidente da República e ao Congresso Nacional.¹⁰⁶⁴

3.3.4 Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (COREMEC).

No início de 2006, foi instituído, no âmbito do Ministério da Fazenda, o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (COREMEC), nos termos do Decreto nº 5.685, de 2006, com o objetivo de criar um ambiente institucional, de natureza consultiva, de coordenação regulatória em prol de uma regulação financeira sistêmica adequada.¹⁰⁶⁵

Sua composição é integrada da seguinte forma: (i) Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil e um Diretor dessa Autarquia; (ii) Presidente da Comissão de Valores Mobiliários e um Diretor dessa Autarquia; (iii) Diretor-Superintendente da PREVIC e um Diretor dessa Autarquia; e (iv) Superintendente da Superintendência de Seguros Privados e um Diretor dessa Autarquia. A Presidência do comitê é rotativa para cada período de seis meses e a Secretaria-Executiva do COREMEC é exercida pelo Banco Central do Brasil.

As reuniões ordinárias são trimestrais, com possibilidade de convocação de reuniões extraordinárias.¹⁰⁶⁶ Participam da reunião os seus integrantes, com direito a voto, sem prejuízo da possibilidade de formulação de convites a especialistas sobre

¹⁰⁶³ Vide art. 25 do Regimento Interno da PREVIC.

¹⁰⁶⁴ Vide art. 2º, IX, da Lei nº 12.154, de 2009.

¹⁰⁶⁵ Vide art. 1º e 3º do Decreto nº 5.685, de 2006. Conforme prescreve o art. 8º do Regimento Interno do COREMEC (Deliberação Coremec nº 1, de 2006), é da competência do comitê: (i) propor a adoção de medidas de qualquer natureza visando ao melhor funcionamento dos mercados sob regulação e fiscalização; (ii) debater iniciativas de regulação e procedimentos de fiscalização que possam ter impacto nas atividades de mais de uma das entidades e órgãos integrantes, tendo por finalidade a harmonização das mencionadas iniciativas e procedimentos; (iii) facilitar e coordenar o intercâmbio de informações entre os integrantes, inclusive com entidades estrangeiras e organismos internacionais; (iv) debater e propor ações coordenadas de regulação e fiscalização, inclusive as aplicáveis aos conglomerados financeiros; e (v) aprovar alterações neste regimento, mediante unanimidade de votos de seus integrantes.

¹⁰⁶⁶ Vide art. 13 do Regimento Interno do COREMEC.

regulação financeira de modo geral,¹⁰⁶⁷ assim como a constituição de grupos de trabalho, com prazo de vigência determinado, com propósitos específicos. As deliberações exigem *quorum* de instalação e de votação por maioria simples, sendo que as decisões tomadas, se houver necessidade de publicização, serão divulgadas por meio de Deliberações.¹⁰⁶⁸

Em 2010, através da Deliberação COREMEC nº 12, foi criado e instituído o Regimento Interno do Subcomitê de Monitoramento da Estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SUMEF), integrado por dois representantes de cada uma das instituições que compõem o COREMEC,¹⁰⁶⁹ voltado ao assessoramento do COREMEC na regulação financeira sistêmica dos mercados, com previsão de reuniões ordinárias a cada dois meses e extraordinárias quando necessárias,¹⁰⁷⁰ sendo a Secretaria-Executiva exercida pelo Banco Central do Brasil.¹⁰⁷¹

Feita uma análise superficial, percebe-se, provavelmente em razão do seu caráter consultivo, que o COREMEC, a despeito de suas potencialidades, tem auxiliado mas não assumido protagonismo na regulação financeira sistêmica brasileira.

Além disso, trata-se de uma instituição pouco transparente, que não possui sequer sítio eletrônico¹⁰⁷² e suas deliberações são publicizadas, de forma esparsa, através de divulgação pelas instituições nele representadas quando o objeto da deliberação efetuada repercute nas respectivas atribuições competenciais, isto é, a Deliberação do COREMEC é divulgada pela Comissão de Valores Mobiliários, por exemplo, quando o seu objeto se relaciona com as competências legais da CVM.

3.3.5 Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

¹⁰⁶⁷ Cf. art. 17 do Regimento Interno do COREMEC.

¹⁰⁶⁸ Art. 25 do Regimento Interno do COREMEC.

¹⁰⁶⁹ Vide art. 2º do Regimento Interno do SUMEF.

¹⁰⁷⁰ Vide art. 12 do Regimento Interno do SUMEF.

¹⁰⁷¹ Vide art. 3º do Regimento Interno do SUMEF.

¹⁰⁷² O único sítio eletrônico que elenca as Deliberações do COREMEC (até 2010) é o sítio eletrônico do Ministério da Previdência Social. Fonte: <http://www.mpas.gov.br/conteudoDinamico.php?id=279>. Acesso em 01.05.2013.

Com o advento da Lei nº 8.884, de 1994, houve uma importante mudança institucional no Brasil em relação à defesa da concorrência nos mercados, com o reforço de autonomia administrativa do Conselho Administrativo de Defesa Econômica.

Além de diversas inovações substanciais relevantes, tal como a previsão legal de responsabilidade objetiva pelos danos à concorrência,¹⁰⁷³ foi estabelecido, originariamente, mandato legal de dois anos para o Presidente e os seis Conselheiros do CADE, permitida uma única recondução,¹⁰⁷⁴ com hipóteses taxativas vinculativas dos motivos para a exoneração dos Conselheiros,¹⁰⁷⁵ o que representou um grande avanço no sentido de reforçar a autonomia decisória da instituição.

Hoje, a defesa da concorrência no país é tutelada através do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC),¹⁰⁷⁶ nos termos da Lei nº 12.529, de 2011, integrado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que permanece vinculado ao Ministério da Justiça, e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda,¹⁰⁷⁷ constituindo órgão de suma relevância no assessoramento das atividades do recém-criado Tribunal Administrativo de Defesa Econômica.¹⁰⁷⁸

Com efeito, os integrantes desse Tribunal são escolhidos dentre cidadãos com mais de 30 (trinta) anos de idade, de notório saber jurídico ou econômico e reputação ilibada, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, com mandato de quatro anos, não coincidentes, vedada a recondução, mantidas as hipóteses taxativas vinculativas dos motivos para a exoneração dos Conselheiros.¹⁰⁷⁹

As decisões no Plenário do referido Tribunal são tomadas por maioria simples, com *quorum* de instalação de quatro membros, com *quorum* de votação mínima de três membros em determinado sentido.

¹⁰⁷³ Vide art. 20, *caput*, da revogada Lei nº 8.884, de 1994.

¹⁰⁷⁴ Vide art. 4, §1º, da revogada Lei nº 8.884, de 1994.

¹⁰⁷⁵ Vide art. 5º da revogada Lei nº 8.884, de 1994.

¹⁰⁷⁶ Vide art. 1º da Lei nº 12.529, de 2011. Note-se que a Secretaria de Direito Econômico (SDE) - aludida nos arts. 13 e 14 da revogada Lei nº 8.884, de 1994 - não está mais incluída nas instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência. Não obstante, foi criada a Superintendência-Geral do CADE (arts. 5º, 12 e 13 da Lei nº 12.529, de 2011), órgão do CADE com funções análogas às exercidas pela SDE anteriormente.

¹⁰⁷⁷ Suas atribuições constam no art. 19 da Lei nº 12.529, de 2011, e no art. 29 do Decreto nº 7.482, de 2011, pertinente à organização estrutural do Ministério da Fazenda.

¹⁰⁷⁸ Vide art. 6º da Lei nº 12.529, de 2011.

¹⁰⁷⁹ Vide art. 6º e 7º da Lei nº 12.529, de 2011.

Além disso, há disposição legal expressa que veda a interposição de recurso hierárquico impróprio, o CADE dispõe de poderes de edição de Resoluções para complementar as diretrizes normativas da Lei nº 12.259, de 2011,¹⁰⁸⁰ e as demais autoridades da Administração Pública Federal têm o dever de prestar colaboração técnica quando houver solicitação formal do CADE.¹⁰⁸¹

É importante mencionar, de igual modo, a previsão legal de procedimentos voltados à celebração de Termos de Compromisso de Cessação e o Programa de Leniência,¹⁰⁸² à semelhança dos Termos de Ajustamento de Conduta.

Pois bem. Em meados de 2000, suscitou-se uma grande divergência institucional a respeito da competência do CADE para analisar reorganizações societárias financeiras geradoras de atos de concentração bancária,¹⁰⁸³ tendo em vista, principalmente, as regras extraídas dos arts. 3º, VI,¹⁰⁸⁴ 10, X, “c” e “g”,¹⁰⁸⁵ 11, VII,¹⁰⁸⁶ e 18, §2º,¹⁰⁸⁷ todos da Lei nº 4.595, de 1964.¹⁰⁸⁸

¹⁰⁸⁰ Vide, principalmente, os arts. 53 e 54 da Lei nº 12.529, de 2011.

¹⁰⁸¹ Vide art. 9º da Lei nº 12.529, de 2011.

¹⁰⁸² Vide arts. 85 e 86 da Lei nº 12.529, de 2011, respectivamente.

¹⁰⁸³ Vide art. 54 da revogada Lei nº 8.884, de 1994.

¹⁰⁸⁴ “Art. 3º, VII. A política do Conselho Monetário Nacional objetivará: (...) zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras”.

¹⁰⁸⁵ “Art. 10, X, “c” e “g”. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: (...) X - Conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam: (...) c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas; (...) g) alienar ou, por qualquer outra forma, transferir o seu controle acionário”.

¹⁰⁸⁶ “Art. 11, VII. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil: (...) VII - Exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem”.

¹⁰⁸⁷ “Art. 18, §2º. As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras. § 2º O Banco Central da República do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta lei”.

¹⁰⁸⁸ Conforme expõe Calixto Salomão Filho, “a fiscalização das instituições financeiras, também do ponto de vista concorrencial, é perfeitamente possível ao Banco Central. A Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964, prevê, em seu art. 10, inc. X, letras ‘c’ e ‘g’, que toda fusão, incorporação, transformação e alienação de controle das empresas deve ser autorizada pelo Banco Central. O Banco Central tem, portanto, com relação às instituições financeiras, a mesma competência fiscalizatória atribuída pelo art. 54 ao CADE com relação à generalidade das empresas. Tratando-se, por outro lado, a lei bancária de regulamento específico, não pode ser derogada pelas disposições mais genéricas da lei concorrencial. O mesmo pode ser dito com relação ao controle das condutas. O art. 11, inc. VII, da mesma Lei n. 4.595/64 prevê que ao Banco Central compete ‘exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses

Tamanha a repercussão da questão que, após manifestações jurídicas oriundas dos Ministérios e instituições envolvidas – leia-se, o Ministério da Justiça, a Procuradoria Geral do CADE, a Procuradoria do Banco Central do Brasil e a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, o tema foi alçado ao Advogado-Geral da União, que adotou o Parecer AGU/LA nº 01, de 2001, cujo conteúdo adquiriu caráter normativo pela aprovação do Presidente da República, com a edição do Parecer GM-020, de 2001, nos termos do art. 40 da Lei Complementar nº 73, de 1993.¹⁰⁸⁹

Em síntese, a despeito das discussões acerca dos aspectos formais envolvidos na questão, adotou-se no Parecer a tese segundo a qual o Banco Central do Brasil teria competência exclusiva para apreciar atos de concentração econômica envolvendo instituições financeiras.

A propósito, antes da edição do referido Parecer, o CADE já havia julgado quatro casos envolvendo atos de concentração no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, o que motivou, a propósito, a submissão da questão relativa à sua competência à Advocacia-Geral da União. Após a publicação do Parecer, o fato da sua existência foi submetido à deliberação pelo Plenário do CADE através do famoso caso “Finasa Seguradora” (Ato de Concentração nº 08012.006762/2000-09), onde se afirmou, expressamente, por maioria de votos, a competência concorrente ou complementar¹⁰⁹⁰ do CADE para deliberar sobre atos de concentração bancária.

Toda essa controvérsia gerou, inclusive, um livro específico sobre o tema¹⁰⁹¹ e o CADE manteve seu posicionamento institucional ao longo dos anos, como se pode

*mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais de utilizem'. É possível, portanto, também ao Banco Central o controle das condutas” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito concorrencial: as estruturas*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 230). Em tom crítico, o aludido doutrinador frisou que “o Banco Central jamais exerceu sua competência teórica em matéria concorrencial” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 231).*

¹⁰⁸⁹ Conforme preceitua o §1º do art. 40, um parecer do Advogado-Geral da União pode ser submetido à aprovação do Presidente da República, que, se aprovado, é publicado juntamente com o despacho presidencial e vincula órgãos e entidades integrantes da Administração Pública Federal.

¹⁰⁹⁰ Em essência, o cerne prático da questão, embora envolva a articulação entre instituições, haja vista a autonomia institucional reforçada do CADE perante a Administração Pública Direta Federal, é sobre se a competência do CADE para analisar atos de concentração realizados por instituições financeiras é exclusiva ou complementar, cf. SUNDFELD, Carlos Ari. *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga; MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.). *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002, p. 30-36, *passim*.

¹⁰⁹¹ V. CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga; MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.). *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

evidenciar da ocorrência de diversos julgamentos relativamente recentes,¹⁰⁹² ainda que o Parecer GM-020 tenha sido ratificado, posteriormente, pelo Parecer 02/2009/MP/CGU/AGU, em 2009.

Não obstante, em 2012, foi editada pela Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil a Circular nº 3.590, que instituiu, originalmente, um procedimento formal de análise de atos de concentração no Sistema Financeiro Nacional em relação às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, a ser efetuado no âmbito do Departamento de Organização do Sistema Financeiro (Deorf), com parâmetros similares aos constantes da revogada Lei nº 8.884, de 1994, e Lei nº 12.529, de 2011.

Importa informar, de igual modo, que o tema foi judicializado em outro caso,¹⁰⁹³ cujo resultado provisório, decorrente do julgamento do Recurso Especial, vai ao encontro da tese de que a competência para analisar atos de concentração envolvendo instituições financeiras é exclusiva do Banco Central do Brasil.¹⁰⁹⁴ Diz-se provisória

¹⁰⁹² Refiro-me, a título ilustrativo, a julgamentos importantes realizados no ano de 2010, quais sejam: (i) o Ato de Concentração nº 080.12.011303/2008-96 (aquisição do Banco Unibanco S.A. pelo Banco Itaú S.A.); (ii) o Ato de Concentração nº 08012.011736/2008-41 (aquisição do Banco Nossa Caixa S.A. pelo Banco do Brasil S.A.), com manifestação técnica do Banco Central do Brasil na instrução processual; (iii) o Ato de Concentração nº 08012.009986/2008-11 (aquisição do Banco do Estado de Santa Catarina – BESC - e BESC Crédito Imobiliário pelo Banco do Brasil S.A.); e (iv) o Ato de Concentração nº 08012.000810/2009-85 (aquisição do Banco Votorantim S.A. pelo Banco do Brasil S.A.).

¹⁰⁹³ O processo judicial refere-se a mandado de segurança impetrado pelo Banco de Crédito Nacional S/A (BCN) e pelo Bradesco S/A contra deliberação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) por meio da qual se determinou fosse submetido à sua apreciação ato de concentração econômica envolvendo aquelas duas instituições financeiras, que tramitou perante a Seção Judiciária do Distrito Federal e, posteriormente, pelo Tribunal Regional Federal da 1ª Região.

¹⁰⁹⁴ Confira-se a ementa, *in verbis*: “ADMINISTRATIVO - ATO DE CONCENTRAÇÃO, AQUISIÇÃO OU FUSÃO DE INSTITUIÇÃO INTEGRANTE DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL - CONTROLE ESTATAL PELO BACEN OU PELO CADE - CONFLITO DE ATRIBUIÇÕES - LEIS 4.594/64 E 8.884/94 - PARECER NORMATIVO GM-20 DA AGU.1. Os atos de concentração, aquisição ou fusão de instituição relacionados ao Sistema Financeiro Nacional sempre foram de atribuição do BACEN, agência reguladora a quem compete normatizar e fiscalizar o sistema como um todo, nos termos da Lei 4.594/64. 2. Ao CADE cabe fiscalizar as operações de concentração ou desconcentração, nos termos da Lei 8.884/94.3. Em havendo conflito de atribuições, soluciona-se pelo princípio da especialidade.4. O Parecer GM-20, da Advocacia-Geral da União, adota solução hermenêutica e tem caráter vinculante para a administração. 5. Vinculação ao parecer, que se sobrepõe à Lei 8.884/94 (art. 50). 6. O Sistema Financeiro Nacional não pode subordinar-se a dois organismos regulatórios. 7. Recurso especial provido.” (STJ, Recurso Especial nº 1094218/DF, Rel. Ministra Eliana Calmon, Primeira Seção, j. 25/08/2010, DJe 12/04/2011).

porque há recurso extraordinário, admitido na origem, pendente de julgamento no Supremo Tribunal Federal.¹⁰⁹⁵

Por fim, deve-se consignar que há Projeto de Lei Complementar em trâmite no Congresso Nacional sobre o tema (PLP nº 265, de 2007, originariamente PLS nº 412),¹⁰⁹⁶ que a prevê a competência do CADE para apreciar atos de concentração que envolvem instituições financeiras, mas já há posicionamento institucional contrário por parte da Procuradoria-Geral do Banco Central do Brasil.¹⁰⁹⁷

3.4 Propostas de aprimoramento institucional da regulação financeira sistêmica do Brasil.

Desde o advento da Constituição brasileira de 1988, projetos políticos destinados à realização de reformas institucionais no Sistema Financeiro Nacional têm surgido no Congresso Nacional, sobretudo em relação à modificação ou revogação da Lei nº 4.595, de 1964, com vistas à edição da lei complementar a que se refere o *caput* do art. 192.

No entanto, tais projetos, ainda em tramitação ou já arquivados,¹⁰⁹⁸ não têm sido impulsionados adequadamente ou incluídos, efetivamente, na agenda principal de discussões e votações das Comissões e dos Plenários das Casas do Congresso Nacional.

Ilustra bem essa afirmação o Projeto de Lei Complementar (PLP) nº 200, de 1989, originário do PLP nº 198/1999, da autoria do então Senador Itamar Franco, com

¹⁰⁹⁵ Trata-se do Recurso Extraordinário nº 664.189/DF, distribuído ao Ministro Relator Dias Toffoli. A União e o Banco Central do Brasil foram admitidos no processo como *amicus curiae*. O CADE suscita, em sede recursal, alegações de violação aos arts. 173, § 4º, 192 e 131 da Constituição.

¹⁰⁹⁶ Tal projeto, de autoria e iniciativa do então Senador Antônio Carlos Magalhães (DEM/BA), prevê, originariamente, a inclusão e modificação de artigos da Lei nº 4.595, de 1964, e da revogada Lei nº 8.884, de 1994, a fim de estabelecer competências complementares ao Banco Central do Brasil e ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica na defesa da concorrência no âmbito do sistema financeiro. Fonte: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=382643>. Acesso em 02.04.2013.

¹⁰⁹⁷ Refiro-me ao Parecer PGBC-327/2011, publicado na Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 6, nº 1, 2012, disponível no seguinte endereço eletrônico: http://www.bcb.gov.br/pgbcb/062012/revista_pgbc_v6_n1_jun_2012.pdf. Acesso em 01.04.2013.

¹⁰⁹⁸ Dentre os projetos arquivados, dignos de menção são os Projetos de Lei Complementar (PLP) de nº 129/2004, 138/2004, 139/2004, 140/2004, 141/2004, 142/2004, 143/2004, 157/2007, 161/2004, 163/2004 e 164/2004, de autoria do Deputado Federal Eduardo Valverde (PT/RO), apensados aos PLPs de nº 047/1991 (autoria do Deputado Federal Francisco Dornelles – PFL/RJ), 060/1991 (autoria da Deputada Federal Rita Camata – PMDB/ES), 067/1991 (autoria do Deputado Federal José Serra – PSDB/SP), 061/2003 (autoria do deputado Federal Luiz Carlos Hauly – PSDB/PR) e 037/1999 (autoria do Deputado Federal Geddel Vieira Lima – PMDB/BA). Fonte: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=21380>. Acesso em 02.05.2013.

diversos outros PLPs em apenso,¹⁰⁹⁹ que está parado, desde 2009, na Comissão de Constituição e Justiça e Cidadania da Câmara dos Deputados.

Sem embargo, no âmbito do Senado Federal, está na iminência de inclusão em pauta da Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) o Projeto de Lei do Senado (PLS) n° 102, de 2007,¹¹⁰⁰ de autoria do Senador Arthur Virgílio (PSDB/AM).

Após Parecer do Senador Francisco Dornelles (PP/RJ), com oferecimento de Substitutivo ao projeto original,¹¹⁰¹ retirou-se a proposta de participação da sociedade civil no Conselho Monetário Nacional¹¹⁰² e foram estabelecidas, como novidade, a regra de mandato de seis anos para o Ministro-Presidente¹¹⁰³ e para os Diretores¹¹⁰⁴ do Banco Central do Brasil, com prestação quadrimestral de contas de seu Ministro-Presidente ao Congresso Nacional,¹¹⁰⁵ a instituição de taxa de fiscalização em favor da autarquia¹¹⁰⁶ e o reforço normativo do poder sancionador do Banco Central do Brasil.¹¹⁰⁷

Os avanços institucionais almejados pelo aludido projeto são positivos. No entanto, diante da amplitude institucional do Sistema Financeiro Nacional e das diversas possibilidades de aprimoramento, pode-se dizer que a proposta em tramitação é tímida,

¹⁰⁹⁹ Seguem, em apenso ao referido Projeto de Lei Complementar, os seguintes projetos: PLPs de n° 003/1991, 038/1991, 007/1995, 012/1995, 016/1995, 033/1995, 040/1995, 067/1995, 106/1996, 108/1996, 109/1996, 188/2001, 032/2003, 142/2004, 348/2006, 261/2007, 262/2007 e 281/2008. Fonte: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=21592>. Acesso em 05.05.2013.

¹¹⁰⁰ Fonte: http://www.senado.gov.br/atividade/materia/detalhes.asp?p_cod_mate=89318. Acesso em 02.05.2013.

¹¹⁰¹ O Relator do projeto, Senador Francisco Dornelles, embora tenha feito relatório favorável ao PLS n° 102/2007, apresentou Substitutivo e manifestou entendimento contrário às propostas contidas nos PLSs de n° 072/2007, 497/2007, 595/2007, 678/2007 e 019/2009, que estão em apenso. O conteúdo do parecer está disponível em: <http://legis.senado.gov.br/mateweb/arquivos/mate-pdf/124916.pdf>. Acesso em 02.05.2013.

¹¹⁰² No projeto original do PLS n° 102/2007, previa-se a escolha de duas pessoas da sociedade civil para integrar a composição do Conselho Monetário Nacional, com mandato de quatro anos.

¹¹⁰³ O art. 12 do Substitutivo tem a seguinte redação, *in verbis*: “Art. 12. O Presidente do Banco Central será nomeado pelo Presidente da República e aprovado pelo Senado Federal em votação secreta, após avaliação de currículo e arguição pública, para mandato de seis anos, admitida uma recondução”.

¹¹⁰⁴ O art. 13 do Substitutivo tem a seguinte redação, *in verbis*: “Art. 13. Os Diretores serão nomeados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal em votação secreta, após avaliação de currículo e arguição pública, para mandatos de seis anos”.

¹¹⁰⁵ Vide art. 17 do Substitutivo.

¹¹⁰⁶ Vide art. 21, III, do Substitutivo.

¹¹⁰⁷ Vide art. 32, *caput*, do Substitutivo, que prescreve, expressamente, a possibilidade de o Banco Central do Brasil fundamentar sanções administrativas em “resoluções do Conselho Monetário Nacional, bem como de outras normas infralegais de sua própria emissão ou cujo cumprimento lhe incumba fiscalizar”.

eis que se destina a modificar aspectos pontuais do atual desenho institucional previsto, exclusivamente, na Lei n° 4.595, de 1964, que rege somente a atuação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil. A presente dissertação adotará uma perspectiva de aprimoramento institucional mais abrangente.

Pois bem, o grande desafio na elaboração de uma proposta de aprimoramento institucional para a regulação financeira sistêmica é impulsionar mudanças evitando-se traumas político-institucionais, além de devidamente fundamentada em razões sistêmicas de ordem prática que demonstrem, de forma clara, que o novo arranjo institucional tem a capacidade de efetuar uma melhor coordenação entre as instituições¹¹⁰⁸ e trazer, com isso, melhores resultados sociais ao longo do tempo.¹¹⁰⁹

Vale dizer, aprimorar é melhorar a cooperação e os resultados sociais das instituições, mediante a construção de canais de coordenação aptos a conciliar os aspectos políticos, econômicos e técnicos envolvidos na regulação.

O que se pretende, portanto, não é outorgar independência institucional ou imunizar determinados reguladores dos controles próprios da democracia deliberativa -

¹¹⁰⁸ As instituições responsáveis pela regulação financeira sistêmica devem ser coordenadas segundo uma lógica de cooperação global em rede, a fim de evitar estruturas institucionais paralelas e espaços deliberativos excludentes. Segundo Luís Guilherme Catarino: “*no domínio financeiro e de capitais desenvolver-se-á sobretudo uma forma de cooperação ‘em linha’ ou networking – esta característica de funcionamento ‘em rede’ é uma das características do Estado-regulador e mais concretamente da governança substitutiva do government, que implica um exercício de poder entre diversos actores, com indistinção entre domínios do público e do privado, onde as decisões públicas têm de ser negociadas num ambiente de dependência mútua. Esta cooperação ‘em linha’ consiste num exercício conjunto de poderes por uma rede de entidades reguladoras reunidas e/ou dialogantes necessariamente entre si e organismos internacionais de concertação no âmbito de mercados ou sectores (estruturas), cujas decisões terão influência (recíproca) obrigando ao cumprimento de uma série de princípios comuns para cobertura de riscos e criação de um campo regulatório uniforme (Level Playing Field). Aí funcionam princípios comuns (Core Principles), o que implica para os reguladores participantes adopção de princípios, características, padrões, necessidades e poderes comuns (regulatory tool box)*” (CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 40-41).

¹¹⁰⁹ Conforme a advertência de Carlos Ari Sunfeld, qualquer proposta de aprimoramento regulatório, além de gradual, deve ser factível e levar em conta a realidade histórica institucional, nos seguintes termos: “*É inevitável reconhecer que a defesa apaixonada de um modelo de agências independentes pode carregar, no mínimo, uma forte carga de ingenuidade. Protótipos abstratos costumam gerar monstros no mundo real, cujas complexidades com freqüência se encarregam de distorcer, mesmo sem negá-los explicitamente, todos os belos princípios de que se partiu. Sonhar com autoridades equilibradas, imparciais, tecnicamente preparadas, democráticas, comprometidas com os interesses gerais, respeitadoras do Direito etc., em nada garante que a realidade vá se ajustar aos sonhos. Cada instituição comporta um lento e dolorido processo de criação e depuração*” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Introdução às Agências Reguladoras*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 25).

até porque o grau de autonomia institucional é definido pelo Poder Legislativo¹¹¹⁰ -, mas debater as possibilidades de melhora na coordenação regulatória do país, especialmente quanto à política monetária e a regulação financeira sistêmica propriamente dita, com a formulação de uma proposta institucional básica estruturada em recomendações mais importantes, com foco no objetivo de reforçar a autonomia das autoridades reguladoras financeiras, aumentar a transparência e instituir uma cultura administrativa institucional de controle e acompanhamento de resultados regulatórios.

De início, é evidente que a Primeira Recomendação, de ordem abrangente, é a de incluir todas as demais recomendações, formalmente, em lei complementar, tal como dispõe o art. 192 da Constituição brasileira de 1988, com a edição de lei complementar única que consolide toda a legislação sobre o Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Além disso, especificamente, deve-se prescrever, em termos institucionais gerais, um período de quarentena nas hipóteses de nomeações de Diretores e Conselheiros oriundos da sociedade civil,¹¹¹¹ a instituição de taxa de fiscalização em favor dos reguladores setoriais, assim como a adequação do funcionamento de toda estrutura regulatória às diretrizes da Lei n° 12.527, de 2011 (Lei de Acesso à Informação),¹¹¹² editada, especificamente, com fundamento no art. 37, §3°, II, da Constituição brasileira de 1988.

Somente assim é possível dar segurança jurídico-institucional e transparência para promover, com maior retidão e eficiência, o ideal da estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

A propósito, a atual macroestrutura regulatória do Sistema Financeiro Nacional é muito boa e deve ser preservada. Agregar preocupações orçamentárias (Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão), fiscais (Ministério da Fazenda) e monetárias, creditícias e cambiais (Banco Central do Brasil) no Conselho Monetário Nacional, como um órgão central de coordenação política e de definição de diretrizes para regulação financeira sistêmica, é essencial.

¹¹¹⁰ Ao mesmo tempo em que a autonomia reforçada dos Bancos Centrais é uma bandeira mundial, não se pode esquecer que há uma zona cinzenta de confluência das competências próprias do Poder Executivo central com as de um Banco Central, cf. LOMBARTE, Artemi Rallo. *La constitucionalidad de las administraciones independientes*. Madrid: Tecnos, 2004, p. 80. Logo, o equilíbrio entre política orçamentária, fiscal e monetária demanda, necessariamente, uma instituição central de coordenação regulatória.

¹¹¹¹ Entende-se razoável, a título sugestivo, a fixação de um período de seis meses de quarentena, embora tal período possa ser modulado de forma diversa.

¹¹¹² No âmbito federal, a Lei n° 12.527, de 2001, foi regulamentada pelo Decreto n° 7.724, de 2012.

Composto por Ministros escolhidos pelo Presidente da República com base na confiança,¹¹¹³ o que fundamenta a possibilidade de exoneração *ad nutum*,¹¹¹⁴ o CMN tem ampla legitimidade democrática para tomar decisões e, simultaneamente, servir como elo de ligação institucional com as propostas técnicas de progresso dos processos regulatórios oriundas de outros Conselhos e reguladores técnicos setoriais (CNSP-SUSEP e CNPC-PREVIC) e dos demais reguladores financeiros (Banco Central do Brasil e CVM). Além disso, o CMN conta com órgão de assessoria técnica (COMOC).

No entanto, não se compreendem os motivos institucionais pelos quais a atuação técnica do COREMEC e da SUMEF ocorrem em apartado às atividades do CMN. Assim, recomendável é que, à semelhança da COMOC, o COREMEC seja formalmente integrado na estrutura do CMN (Segunda Recomendação: integração legal do COREMEC e, conseqüentemente, da SUMEF, ao CMN).

Além disso, há duas circunstâncias que chamam a atenção no desenho institucional da regulação financeira sistêmica brasileira, quais sejam: (i) o BNDES é vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC) e (ii) o CNPC e a PREVIC, são respectivamente, órgão e autarquia no âmbito do Ministério da Previdência Social (MPS).

Logo, há uma clara estrutura de regulação financeira formalmente paralela às atividades do Conselho Monetário Nacional, o que não é desejável. Quanto ao ponto, cinco possibilidades podem ser cogitadas em relação à participação dos Ministros do MDIC e do MPS nas reuniões do CMN que tratem dos assuntos relativos ao BNDES, CNPC e PREVIC, respectivamente: (i) mera convocação a participar, sem direito a voto; (ii) participação obrigatória, sem direito a voto; (iii) participação obrigatória, com direito a voto; (iv) participação obrigatória, com direito de veto sobre as propostas respectivas de Resolução; ou (v) mudança de vinculação institucional do BNDES, CNPC e PREVIC, com seu ingresso no âmbito de vinculação do Ministério da Fazenda.

A despeito de a última possibilidade ser a mais difícil em termos institucionais, por gerar uma mudança significativa na organização da Administração Pública Federal que retira poder político de dois Ministérios, ela é melhor do que as demais. Explico.

¹¹¹³ No caso do Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil, a sua legitimidade democrática é maior tendo em vista a aprovação prévia realizada pelo Senado Federal, nos termos do art. 52, III, “d”, da Constituição brasileira de 1988.

¹¹¹⁴ Nos termos do art. 84, I, da Constituição brasileira de 1988.

A vinculação do BNDES a Ministério estranho ao Ministério da Fazenda causa perplexidades, sobretudo diante da atual conjuntura econômica do país. Com a aproximação significativa do percentual da TJLP com a meta da taxa SELIC, é plausível pôr-se em dúvida qual é a função atual remanescente do BNDES, máxime porque há grandes bancos públicos federais que também objetivam promover o desenvolvimento econômico do país e que captam recursos financeiros, junto ao Tesouro Nacional, na mesma base usada pelo BNDES, com lastro na TJLP.

Assim sendo, agregar o BNDES aos bancos públicos federais no âmbito do Ministério da Fazenda, evidentemente, facilitará a elaboração de diagnósticos e prognósticos (estudos de impacto regulatório) consolidados a respeito dos resultados pretendidos na economia brasileira em termos de políticas públicas de natureza financeira, além de estimular economias de escala e ganhos de sinergia, além de atenuar ou eliminar superposições estruturais, o que gera, tendencialmente, mais eficiência e menos custos.

No que diz respeito ao CNPC e a PREVIC, é difícil sustentar, publicamente, por que as instituições fechadas de previdência complementar (EFPCs) são reguladas em estrutura institucional regulatória distinta da que regula instituições abertas de previdência complementar – no caso, CNSP e SUSEP -, sobretudo porque as diretrizes de Supervisão Baseada em Risco (SBR) e a matriz de regulação de condutas são, ontologicamente, idênticas.

Logo, vislumbra-se mais eficiência na vinculação da PREVIC ao Ministério da Fazenda ou o seu redesenho para incorporar-se à SUSEP, bem como a inclusão das competências do CNPC nas do CNSP, com a extinção daquele (Terceira Recomendação: vinculação do BNDES e da PREVIC ao Ministério da Fazenda, com a eventual incorporação dessa última à SUSEP, assim como a extinção do CNPC e a incorporação de suas competências pelo CNSP).

Ainda quanto à estrutura institucional do CMN, a inclusão de dois representantes da sociedade civil na sua composição, aprovados pelo Senado Federal¹¹¹⁵ após indicação pelo Presidente da República, é necessária. Com efeito, ao mesmo tempo em que se preserva o princípio político majoritário nas votações do CMN, pois representantes do governo constituem a maioria, a abertura de participação democrática

¹¹¹⁵ Escolher o Senado Federal presta deferência à tradição constitucional brasileira e à lógica da Constituição brasileira de 1988 (vide art. 52, III, especialmente as alíneas “d” e “f”), mas nada obsta que outro órgão do Poder Legislativo integrante do Congresso Nacional delibere a respeito da escolha.

nas atividades do CMN tem um grande potencial para ampliar os horizontes de discussão sobre os temas relevantes de regulação financeira sistêmica.

Desse modo, a legitimidade democrática do CMN subsiste com fundamento na preservação do princípio político majoritário, agregada a opiniões inclusivas de representantes da sociedade civil que fogem à lógica das políticas mais imediatistas de governo.

À evidência, tais representantes devem receber mandatos e cumprir requisitos de imparcialidade pessoal, reputação ilibada e capacidade profissional. Assim, a Quarta Recomendação é a seguinte: inclusão de dois representantes da sociedade civil na composição do CMN, escolhidos pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, dentre cidadãos de, no mínimo, trinta e cinco anos, com experiência comprovada de dez anos no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, sem filiação político-partidária ou participação em órgãos de representação corporativa ou sindical de empregados ou patronal nesse mesmo âmbito nos últimos oito anos, para o exercício do mandato de oito anos,¹¹¹⁶ sem direito à recondução,¹¹¹⁷ com hipóteses rígidas de perda de mandato previstas em lei, em procedimento instaurado no âmbito do Senado Federal, assegurando-se o direito de defesa e à motivação da decisão.

Outra deficiência institucional que chama a atenção no CMN é a desatenção com a eficácia do regra constitucional de publicidade na Administração Pública,¹¹¹⁸ devidamente reforçada pela necessidade, via de regra, de motivação e publicidade das sessões de deliberação administrativa, à semelhança da regra prescrita, em especial, para as decisões administrativas dos tribunais, nos termos do art. 93, X, da Constituição brasileira de 1988.¹¹¹⁹

Nesse sentido, é urgente que o CMN se adeque à normatividade constitucional, recentemente reforçada pelas diretrizes legais contidas no regime jurídico da Lei n° 12.527, de 2011 (Lei de Acesso à Informação).

¹¹¹⁶ Estima-se que o período de oito anos é um lapso razoável para que o representante exerça seu mister.

¹¹¹⁷ A possibilidade recondução tende a politizar o exercício das funções do cargo no final do mandato, de modo que não se reputa conveniente a sua previsão.

¹¹¹⁸ Vide art. 37, *caput*, da Constituição brasileira de 1988.

¹¹¹⁹ Constitui princípio constitucional (essencialmente, regra) de atuação do Poder Judiciário, no âmbito de suas decisões administrativas, a motivação, em sessão pública, de seus atos.

A propósito, esta Lei se aplica, indistintamente, a todos os órgãos e entidades da Administração Pública¹¹²⁰ e contém as seguintes diretrizes fundamentais: (i) a publicidade como regra e o sigilo a exceção; (ii) divulgação ampla de informações institucionais; (iii) utilização dos meios eficientes de comunicação viabilizados pela tecnologia da informação, com a obrigatoriedade de construção de sítio eletrônico na *internet*;¹¹²¹ (iv) fomento ao desenvolvimento da cultura de transparência na administração pública; e (v) desenvolvimento do controle social da administração pública.¹¹²²

Sem embargo, o regime jurídico excepcional de sigilo de informações, prescrito, basicamente, no art. 23 da Lei nº 12.527, de 2011, autoriza a não divulgação de determinadas informações “consideradas imprescindíveis à segurança da sociedade ou do Estado”, destacando-se, especialmente, assuntos que representam riscos à soberania nacional¹¹²³ ou à estabilidade financeira, econômica ou monetária do País,¹¹²⁴ o que impõe, por outro lado, a classificação dessas informações como: ultrassecreta, secreta ou reservada.¹¹²⁵

Ante o exposto, é premente que o CMN: (i) melhore seu sítio eletrônico na *internet* para que esteja à altura da importância do órgão para o país, já que nele há

¹¹²⁰ Vide art. 1º da Lei nº 12.527, de 2011.

¹¹²¹ Sem prejuízo dos demais meios de comunicação, o uso da *internet*, hoje, é obrigatório na Administração Pública, nos termos do parágrafo 2º do art. 8º da Lei nº 12.527, de 2011, com a observância dos seguintes requisitos (art. 8º, §3º, da Lei nº 12.527, de 2011): (i) conter ferramenta de pesquisa de conteúdo que permita o acesso à informação de forma objetiva, transparente, clara e em linguagem de fácil compreensão; (ii) possibilitar a gravação de relatórios em diversos formatos eletrônicos, inclusive abertos e não proprietários, tais como planilhas e texto, de modo a facilitar a análise das informações; (iii) possibilitar o acesso automatizado por sistemas externos em formatos abertos, estruturados e legíveis por máquina; (iv) divulgar em detalhes os formatos utilizados para estruturação da informação; (v) garantir a autenticidade e a integridade das informações disponíveis para acesso; (vi) manter atualizadas as informações disponíveis para acesso; (vii) indicar local e instruções que permitam ao interessado comunicar-se, por via eletrônica ou telefônica, com o órgão ou entidade detentora do sítio; e (viii) adotar as medidas necessárias para garantir a acessibilidade de conteúdo para pessoas com deficiência, nos termos do art. 17 da Lei nº 10.098, de 19 de dezembro de 2000, e do art. 9º da Convenção sobre os Direitos das Pessoas com Deficiência, aprovada pelo Decreto Legislativo nº 186, de 9 de julho de 2008.

¹¹²² Vide art. 3º da Lei nº 12.527, de 2011.

¹¹²³ Vide art. 23, I, da Lei nº 12.527, de 2011.

¹¹²⁴ Vide art. 23, IV, da Lei nº 12.527, de 2011.

¹¹²⁵ Vide art. 24 a 30 da Lei nº 12.527, de 2011.

poucas informações, que, em sua maioria, estão defasadas no tempo;¹¹²⁶ (ii) classifique todos os assuntos que são submetidos à sua esfera de competência, salvo assuntos urgentes que justifiquem uma classificação diferida; (iii) publique suas pautas e atas de reunião com a maior divulgação possível de informações; (iv) e, de acordo com a classificação anteriormente referida, com base na Lei nº 12.527, de 2011, faça sessões abertas ao público para os assuntos públicos.

Portanto, essa é a Quinta Recomendação, a saber: o aperfeiçoamento substancial do sítio eletrônico do CMN na *internet*, com a classificação obrigatória de todos os temas levados à apreciação do órgão segundo a Lei nº 12.527, de 2001, respeitadas situações de urgência que justificam uma classificação diferida, assim como a publicação das pautas e atas de reunião com a maior transparência de informações possível e, quando o assunto não for reputado sigiloso, a designação de sessões abertas de votação ao público.

Uma grande preocupação concreta, que deriva da falta de motivação das decisões do CMN, conforme ressaltado acima, é identificar, com transparência, casos em que os projetos de Resoluções enviados pelos demais entes e órgãos técnicos componentes do SFN são modificados no âmbito do CMN.

Devido à sua composição eminentemente política, podem haver modificações nas diretrizes técnicas previamente contidas nesses projetos com viés de “falhas de Estado” (*rent-seeking*, principalmente), o que pode gerar distorções ou efeitos indesejados, de modo que, se houver modificação nos projetos de Resolução enviados ao CMN, deve haver motivação explícita em relação às alterações efetuadas (Sexta Recomendação: exigência de motivação pública do CMN, para filtro através do ideal de razão pública, em caso de modificação nos projetos de Resolução enviados pelos demais órgãos e entes de regulação financeira sistêmica).

Quanto à execução da política monetária no país, é evidente que a consolidação, por lei, do Sistema de Metas para Inflação, é uma exigência pautada no ideal de razão pública, notadamente por ser a estabilidade monetária uma questão de justiça básica e o planejamento público transparente e sustentável uma exigência própria de democracia deliberativa.

¹¹²⁶ Essas críticas se estendem ao COMOC e ao COREMEC, sendo que, no caso desse último, como a Primeira Recomendação se volta a incluí-lo na estrutura do CMN, a pretensão de maior abertura informacional, por divulgação de suas atividades na *internet*, estende-se a ele.

Sendo assim, a Sétima Recomendação é a consagração legal do Sistema de Metas para a Inflação (SMPI), que pode assumir o mesmo formato vitorioso do Decreto nº 3.088, de 1999, em que o CMN, dotado de legitimidade política, permanece a instituição responsável pela definição de tais metas e dos intervalos de tolerância.

Para finalizar, a última recomendação endereçada ao CMN é, em verdade, um reforço ao dever de prestação públicas de contas à sociedade civil (*accountability*). Desde o advento da Lei nº 9.069, de 1995, evidencia-se uma grande preocupação política com as atividades do Banco Central do Brasil, em razão do que o Ministro-Presidente da autarquia tem o dever específico de prestação periódica de contas perante o Congresso Nacional desde então.

Ora, na medida em que o CMN é o protagonista da regulação financeira sistêmica do país juntamente com o Banco Central do Brasil, vai ao encontro dos ideais de democracia deliberativa a imposição do dever de prestação pública periódica de contas das atividades do CMN, em caráter semestral, no âmbito do Congresso Nacional. Logo, a Oitava Recomendação consiste na imposição do dever de prestação pública periódica de contas ao Presidente do CMN (a rigor, o Ministro de Estado de Fazenda) perante o Congresso Nacional.

Em relação a sugestões de aprimoramento institucional para o Banco Central do Brasil, é notória a existência de uma ampla discussão acerca da previsão de mandato para o Presidente e os Diretores da autarquia no Brasil, a despeito de o modelo de estatuição de mandatos ser internacionalmente consagrado como forma de proteção ou blindagem institucional da autoridade monetária contra tentações políticas imediatistas que não trazem bons resultados sociais no longo prazo, assim como em relação à regulação financeira sistêmica propriamente dita.

A propósito, a sugestão dada pela presente dissertação não adere, completamente, à sugestão de outorga de mandato. Isso porque se entende que o Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil, enquanto cargo de extrema importância, além do dever de assumir o papel de líder institucional apto a articular decisões consensuais no âmbito da Diretoria Colegiada, é o elo pessoal de equilíbrio dinâmico entre os aspectos políticos e técnicos envolvidos nos assuntos integrantes da esfera de competência administrativa da autarquia.

Por tal razão, a sugestão vai ao encontro da ideia de previsão de mandatos somente aos oito Diretores do Banco Central do Brasil, mantida a possibilidade de exoneração *ad nutum* do Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil, nos termos do

art. 84, I, da Constituição brasileira de 1988, com o reforço institucional do COPOM e do COMEF, que devem ter suas estruturas básicas dispostas em lei.

Nesse sentido, os Diretores da autarquia devem ter mandato de oito anos, sem recondução, estabelecido um regime de rodízio anual,¹¹²⁷ sendo seus nomes aprovados pelo Senado Federal¹¹²⁸ após indicação pelo Presidente da República.

Essa é a Nona Recomendação, qual seja, a que os oito Diretores do Banco Central do Brasil, escolhidos pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, devem ter, no mínimo, trinta e cinco anos, com experiência comprovada de dez anos no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, sem filiação político-partidária ou participação em órgãos de representação corporativa ou sindical de empregados ou patronal nesse mesmo âmbito nos últimos oito anos, para o exercício do mandato de oito anos,¹¹²⁹ sem direito à recondução,¹¹³⁰ com hipóteses rígidas de perda de mandato previstas em lei, em procedimento instaurado no âmbito do Senado Federal, assegurando-se o direito de defesa e à motivação da decisão, paralelamente à estruturação básica, em lei, do COPOM e do COMEF.

Por sua vez, a Décima Recomendação vai ao encontro de algumas reformas institucionais já feitas em outras entidades de regulação financeira. Nesse sentido, deve-se estabelecer, expressamente, em relação à autarquia: (i) o dever legal de realização de audiências e/ou consultas públicas em projetos de atos normativos com impactos sociais relevantes,¹¹³¹ devidamente acompanhados de estudos prévios de impacto regulatório, em que o projeto final de Circular ou Resolução (controle *ex ante*) seja disponibilizado ao público para o controle de modificações posteriores por outras instâncias, notadamente pelo CMN nos casos de projetos de Resoluções (controle *ex post*); (ii) a

¹¹²⁷ O regime de rodízio anual têm muitas vantagens em relação aos demais modelos. Além de oxigenar, constantemente, a composição da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil, os assuntos relacionados à regulação financeira sistêmica do país são, sistematicamente, submetidos à agenda oficial do Congresso Nacional, especialmente porque o Senado Federal tem que deliberar sobre nomes para compor Diretorias e Conselhos relacionados à regulação financeira sistêmica, estimulando o controle social e o aperfeiçoamento das instituições.

¹¹²⁸ Escolher o Senado Federal presta deferência à tradição constitucional brasileira e à lógica da Constituição brasileira de 1988 (vide art. 52, III, especialmente as alíneas “d” e “f”), mas nada obsta que outro órgão do Poder Legislativo integrante do Congresso Nacional delibere a respeito da escolha.

¹¹²⁹ Estima-se que o período de oito anos é um lapso razoável para que o representante exerça seu mister.

¹¹³⁰ A possibilidade recondução tende a politizar o exercício das funções do cargo no final do mandato, de modo que não se reputa conveniente a sua previsão.

¹¹³¹ Atos internos à organização administrativa da autarquia, por não resultar em efeitos externos, estão fora dessa lógica de controle social.

possibilidade expressa de celebração de Termos de Compromisso ou de Cessação de Condutas; e (iii) a instituição formal de ambientes para solução consensual de conflitos.

No que diz respeito   Comissão de Valores Mobiliários, enquanto instituição mais bem estruturada do Sistema Financeiro Nacional, na qual todos os integrantes da Diretoria têm mandatos legais de cinco anos, em regime de rodízio anual, e há instâncias deliberativas adequadas, a única sugestão, sem prejuízo de uma readequação das hipóteses de perda de mandato dos Diretores a um regime distinto,¹¹³² é a de fazer acompanhar os projetos de atos normativos com impactos sociais relevantes (minutas de Resolução ou de Instrução, principalmente) com estudos prévios de impacto regulatório, em que o projeto final de Instrução ou Resolução (controle *ex ante*) seja disponibilizado ao público para o controle de modificações posteriores por outras instâncias, notadamente pelo CMN nos casos de projetos de Resoluções (controle *ex post*). Essa é a Décima Primeira Recomendação.

Quanto ao Conselho de Seguros Privados (CNSP), que deve incorporar as competências do CNPC¹¹³³ segundo a proposta ora defendida,   razoável sugerir que sua estrutura seja simplificada.

Dessa forma, sugere-se seja o conselho composto de cinco integrantes, indicados pelo Presidente da República, com aprovação prévia da nomeação pelo Senado Federal, todos com, no mínimo, trinta e cinco anos e, pelo menos, dez anos de comprovada experiência no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, sem filiação político-partidária ou participação em órgãos de representação corporativa ou sindical de empregados ou patronal no âmbito do Sistema Financeiro Nacional nos últimos cinco anos.

Os cinco integrantes do CNSP devem exercer mandato legal de cinco anos, em regime de rodízio anual, sem direito   recondução, com hipóteses rígidas de perda de mandato previstas em lei, em procedimento instaurado no âmbito do Senado Federal, assegurando-se o direito de defesa e   motivação da decisão. Essa é a Décima Segunda Recomendação.

¹¹³² O procedimento de perda de mandato na CVM (art. 6  da Lei n  6.385, de 1976) deve ser adaptado ao padrão sugerido na presente proposta, em que tal procedimento é instaurado perante o Senado Federal, assegurando-se o direito de defesa e   motivação da decisão, a fim de assegurar um padrão isonômico para a integridade do desenho institucional da regulação financeira sistêmica brasileira, sem prejuízo de tornar tal procedimento mais público se comparado com o regime atual de instauração de comissão especial no âmbito do Ministério da Fazenda.

¹¹³³ Como estratégia subsidiária, podem ser adotadas as considerações relativas ao CNSP no CNPC, se mantida a sua existência em proposta alternativa.

Além disso, deficiências institucionais identificadas no CMN também estão na estrutura institucional do CNSP. Por todo o exposto, quanto à eficácia da publicidade própria de demoracia deliberativa e da aplicação da Lei de Acesso à Informação em relação ao CMN, pode-se afirmar premente, de igual modo, ao CNSP, que: (i) melhore seu sítio eletrônico na *internet* para que esteja à altura da importância do órgão para o país, já que nele há poucas informações, que, em sua maioria, estão defasadas no tempo; (ii) classifique todos os assuntos que são submetidos à sua alçada, salvo assuntos urgentes que justifiquem uma classificação diferida; (iii) publique suas pautas e atas de reunião com a maior divulgação possível de informações; (iv) e, de acordo com a classificação anteriormente referida, com base na Lei nº 12.527, de 2011, faça sessões abertas ao público para os assuntos públicos. Trata-se da Décima Terceira Recomendação.

Sem embargo, outra recomendação vai ao encontro da necessidade de identificar, com transparência, casos em que os projetos de Resoluções enviados ao e pelo CNSP são modificados. No caso de envio de projetos de atos normativos pela SUSEP, se houver modificação pelo CNSP, deve haver motivação explícita em relação às alterações efetuadas, assim como o projeto de Resolução enviado pelo CNSP ao CMN deve ser amplamente divulgado, para o exercício do controle das alterações porventura feitas pelo CMN.

Assim, a Décima Quarta Recomendação refere-se à exigência de motivação pública do CNSP, para filtro através do ideal de razão pública, quanto a modificações em projetos de atos normativos socialmente relevantes enviados pela SUSEP para apreciação do CNSP, assim como a divulgação do conteúdo dos projetos de Resoluções enviados pelo CNSP ao CMN.

Por fim, à semelhança do Presidente do CMN e do Banco Central do Brasil, deve o Presidente do CNSP se submeter à prestação periódica pública de contas perante o Congresso Nacional, a fim de esclarecer, publicamente, os planos institucionais de regulação sobre os setores por ele regulados (Décima Quinta Recomendação).

As recomendações relativas à Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Superintendência de Previdência Complementar (PREVIC) podem ser feitas de forma conjunta, pois, segundo a presente proposta, ambas as autarquia são similares e, inclusive, é plausível que as competências da PREVIC sejam incorporadas às da SUSEP.

A propósito, a Décima Sexta Recomendação é a atribuição de mandato legal de cinco anos aos Diretores, em regime de rodízio anual, sem direito à recondução, com hipóteses rígidas de perda de mandato previstas em lei, em procedimento instaurado no âmbito do Senado Federal, assegurando-se o direito de defesa e à motivação da decisão.

Todos os integrantes da Diretoria devem ter, no mínimo, trinta e cinco anos e dez anos de comprovada experiência no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, sem filiação político-partidária ou participação em órgãos de representação corporativa ou sindical de empregados ou patronal nesse âmbito, nos últimos cinco anos. Escolhidos pelo Presidente da República, os nomes devem ser submetidos à aprovação pelo Senado Federal.

Quanto à estrutura institucional, deve ser consolidado: (i) o dever legal de realização de audiências e/ou consultas públicas em projetos de atos normativos com impactos sociais relevantes¹¹³⁴, devidamente acompanhados de estudos prévios de impacto regulatório, em que o projeto final de Circular, Instrução ou Resolução (controle *ex ante*) destinado ao CNSP seja disponibilizado ao público para o controle de modificações posteriores por outras instâncias, notadamente CNSP ou CMN nos casos de projetos de Resoluções (controle *ex post*); (ii) a possibilidade expressa de celebração de Termos de Compromisso ou de Cessaçã de Condutas; e (iii) a instituição formal de ambientes para solução consensual de conflitos. Essa é a Décima Sétima Recomendação.

Por derradeiro, quanto ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica, é importante frisar que a defesa da concorrência é diretriz fundamental de *better regulation*, de modo que a atuação institucional coordenada complementar entre regulador e autoridade concorrencial, preferencialmente disciplinada em lei, constitui o pensamento doutrinário majoritário, além de ser uma necessidade internacionalmente reconhecida, inclusive, pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), no documento “*OECD Guiding Principles for Regulatory Quality and Performance*”¹¹³⁵.

Logo, via de regra, condutas anticoncorrenciais e atos de concentração econômica no âmbito do Sistema Financeiro Nacional não podem ficar imunes a essa diretriz regulatória de atuação concertada complementar.

¹¹³⁴ Atos internos à organização administrativa da autarquia, por não resultar em efeitos externos, estão fora dessa lógica de controle social.

¹¹³⁵ Disponível em: <http://www.oecd.org/fr/reformereg/34976533.pdf>. Acesso em 02.05.2013.

Por fim, nos termos do art. 9º, §3º, da Lei nº 12.529, de 2011, todos os órgãos e entes da Administração Pública Federal são obrigados a colaborar com o CADE.

Assim, entende-se que a melhor proposta é a de manter-se um ambiente de intenso diálogo institucional antes do julgamento do caso pelo CADE, ou seja, fortalecer a coordenação institucional *ex ante* em relação à decisão a ser tomada, com uma única sugestão, em favor do Banco Central do Brasil, em caráter *ex post*, no diz respeito à hipótese em que a operação envolver ato de concentração econômica de instituição considerada sistemicamente relevante.

Nessa situação, é adequado, a título sugestivo, além do fortalecimento do diálogo institucional *ex ante*, criar-se um mecanismo legal de avocação excepcional *ex post* pelo Banco Central do Brasil em relação à decisão do CADE, sujeita à motivação específica (norteada pelo ideal de razão pública), na hipótese de potenciais riscos sistêmicos envolvidos em ato de concentração econômica, quando envolvidas instituições financeiras sistemicamente importantes. Trata-se da Décima Oitava Recomendação.

4 PERSPECTIVAS DE CONTROLE JURISDICIONAL DA REGULAÇÃO FINANCEIRA SISTÊMICA DOS MERCADOS: A DEFINIÇÃO E O TESTE DE PARÂMETROS INSTITUCIONAIS E MATERIAIS DE ATUAÇÃO JUDICIAL.

A regulação financeira sistêmica dos mercados, complexa e dinâmica por natureza, praticada através de atos regulatórios do Poder Público, está sujeita à impugnação judicial, nos termos do art. 5º, XXXV, da Constituição brasileira de 1988 (“a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”), que consagra, de forma ampla, o direito fundamental instrumental de acesso à justiça para a tutela de direitos.

Mas qual será o papel institucional desejável do Poder Judiciário quanto ao tema, que envolve a implementação de políticas públicas no âmbito do sistema financeiro nacional?

Historicamente, examinada a questão antes da promulgação da Constituição atual, percebe-se a quase inexistência de precedentes judiciais no que diz respeito à regulação financeira sistêmica dos mercados no Supremo Tribunal Federal.

De importante, somente é digno de menção o Enunciado da Súmula nº 596 do Supremo Tribunal Federal, que afasta a aplicação das disposições da Lei de Usura (Decreto nº 22.626, de 1933)¹¹³⁶ aos agentes integrantes do Sistema Financeiro Nacional,¹¹³⁷ além de uma discussão, em 1987, sobre a alegação específica de práticas abusivas em cláusulas contratuais sobre “cheque especial”,¹¹³⁸ em sede de Conflito de Atribuições, resultante, na origem, de Ação Civil Pública proposta pelo Ministério

¹¹³⁶ Prescreve a “Lei de Usura” que é: “vedado, e será punido nos termos desta lei, estipular em quaisquer contratos taxas de juros superiores ao dobro da taxa legal (Código Civil, art. 1062)” (art. 1º), sendo que, nos termos do § 3º do mesmo artigo, dispôs-se que “a taxa de juros deve ser estipulada em escritura pública ou escrito particular, e não o sendo, entender-se-á que as partes acordaram nos juros de 6% ao ano, a contar da data da propositura da respectiva ação ou do protesto cambial”. Logo, taxas de juros não poderiam ultrapassar doze por cento ao ano no Brasil, segundo o aludido decreto.

¹¹³⁷ Eis o enunciado da Súmula nº 596 do Supremo Tribunal Federal: “As disposições do Decreto 22626/1933 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o Sistema Financeiro Nacional”.

¹¹³⁸ “Cheque especial” é um contrato bancário consistente em operação financeira imediata de crédito, demandada pelo cliente bancário, firmado para a cobertura de pagamentos que ultrapassam o seu saldo disponível em conta corrente. Como a captação financeira dos recursos é imediata, o preço pelo serviço – leia-se, a taxa de juros, essencialmente - é relativamente maior do que o preço pago pelas demais operações convencionais de concessão de crédito.

Público do Estado do Rio de Janeiro,¹¹³⁹ com fundamento na recentemente editada, àquela época, Lei nº 7.347, de 1985 (Lei de Ação Civil Pública).

Mesmo após o seu advento, os principais casos julgados pelo Supremo Tribunal Federal estavam focados, novamente, na discussão sobre a limitação de taxas de juros reais em contratos bancários, com fundamento no revogado §3º do art. 192 da Constituição brasileira de 1988¹¹⁴⁰ e na Lei de Usura, bem como em impugnações formais de atos normativos de reorganização administrativa e de reestruturação sistêmica editados, principalmente, na segunda metade da década de 1990, quando o país passava por intensas transformações político-institucionais de natureza financeira, notadamente a concretização do projeto de estabilidade monetária (Plano Real) e a reestruturação do sistema bancário.

Trata-se, portanto, de uma experiência judicial pouco rica para um estudo mais substancial sobre o exercício prático das capacidades institucionais do Poder Judiciário brasileiro no controle de atos de regulação financeira sistêmica dos mercados, o que não impedirá um esforço de sistematização da interpretação constitucional para o futuro a partir do estabelecimento de parâmetros institucionais e materiais de decisão judicial, com a pretensão de teste desses parâmetros em alguns precedentes selecionados proferidos no contexto do atual paradigma democrático constitucional.

Sendo assim, o objetivo do presente capítulo é inserir a temática da regulação financeira sistêmica no intenso debate acerca da importância e das vantagens institucionais do Poder Judiciário em democracias constitucionais, nas quais a força

¹¹³⁹ Nos termos do art. 119, I, 'f', da Emenda Constitucional nº 1, de 1969 (Constituição brasileira de 1969), cabia suscitar conflito de atribuições ao Supremo Tribunal Federal para que esse, originariamente, resolvesse: "conflitos de atribuições entre autoridades administrativas e judiciárias da União ou entre autoridades judiciárias de um Estado e as administrativas de outro, ou do Distrito Federal e dos Territórios, ou entre as destes e as da União". No mérito, julgou-se procedente o pedido, com o reconhecimento de que o Poder Judiciário teria extrapolado suas funções institucionais ao dispor, genericamente, sobre a regulação do contrato bancário de "cheque especial", em afronta às competências do Conselho Monetário Nacional. A propósito, destacou o Relator, Ministro Sydney Sanches, em termos gerais, que: "esse poder de criar o direito material é, em princípio, do Legislativo, segundo as competências constitucionalmente distribuídas, cabendo, em outros casos, delegação de poderes normativos complementares a órgãos administrativos, que os exercem com atribuições. É o que acontece com o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, no campo ora focalizado" (fl. 29 do inteiro teor de acórdão). V. STF, Conflito de Atribuições nº 35, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Sydney Sanches, j. 02.12.1987, DJ 01.12.1989.

¹¹⁴⁰ O texto, revogado pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003, tem a seguinte redação: "Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em Lei Complementar, que disporá sobre: (...) § 3º As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos que a lei determinar".

normativa da Constituição tem a pretensão de garantir eficácia aos direitos fundamentais¹¹⁴¹ e assegurar as condições ao exercício adequado da democracia,¹¹⁴² que deve ocorrer segundo um modelo de diálogo institucional entre Poderes que seja funcionalmente eficiente perante o fenômeno da constitucionalização do Direito.

Em outras palavras, o intento volta-se a apresentar os limites e as vantagens institucionais do Poder Judiciário na sua missão de guardião dos direitos fundamentais e da democracia, que são, essencialmente, os fundamentos de legitimidade e elementos estruturantes do Estado democrático de direito,¹¹⁴³ sempre tendo em vista os riscos inerentes à judicialização dos processos regulatórios financeiros, que envolvem políticas públicas definidas, prioritariamente, pelos demais Poderes, dotados de maior legitimidade democrática, *expertise* técnica e capacidade normativa de conjuntura econômica.

¹¹⁴¹ Há significativo consenso sobre a vinculação entre as concepções de Estado Constitucional de Direito e direitos fundamentais, enquanto elementos nucleares da Constituição material, na medida em que a função dos direitos fundamentais é, simultaneamente, limitar e legitimar o exercício do poder no Estado Constitucional de Direito, cf. SARLET, Ingo Wolfgang. *A eficácia dos direitos fundamentais: uma teoria geral dos direitos fundamentais na perspectiva constitucional*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009, p. 27-33, *passim*.

¹¹⁴² Segundo Luís Roberto Barroso, as duas funções principais da Constituição de um Estado democrático de direito compreendem: (i) veicular consensos mínimos, essenciais para a dignidade das pessoas e para o funcionamento adequado de um regime efetivamente democrático, o que não impede variações em função de circunstâncias políticas, sociais e históricas de cada país, de modo a garantir a efetividade dos direitos fundamentais, a separação e a organização dos Poderes constituídos e a fixação de determinados fins de natureza política ou valorativa; e (ii) garantir o espaço próprio do pluralismo político, assegurando o funcionamento adequado dos mecanismos democráticos. V. BARROSO, Luis Roberto. *Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: Os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo*. 1. ed., São Paulo: Saraiva, 2009, p. 89.

¹¹⁴³ Cf. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 49. O resultado da conjugação das ideias de direitos fundamentais e democracia são os seguintes, *in verbis*: “A partir do que se convencionou chamar virada kantiana, dá-se uma reaproximação entre ética e direito, com o ressurgimento da razão prática, da fundamentação moral dos direitos fundamentais e do debate sobre a teoria da justiça fundado no imperativo categórico, que deixa de ser simplesmente ético para se apresentar também como um imperativo categórico jurídico. A ideia de dignidade da pessoa humana, traduzida no postulado kantiano de que cada homem é um fim em si mesmo, eleva-se à condição de princípio jurídico, origem e fundamento de todos os direitos fundamentais. A centralidade moral da dignidade do homem, no plano dos valores, corresponde a centralidade jurídica dos direitos fundamentais, no plano do sistema normativo. A democracia, a seu turno, consiste em um projeto moral de autogoverno coletivo, que pressupõe cidadãos que sejam não apenas os destinatários, mas também os autores das normas gerais de conduta e das estruturas jurídico-políticas do Estado. Em um certo sentido, a democracia representa a projeção política da autonomia pública e privada dos cidadãos, alicerçada em um conjunto básico de direitos fundamentais. A própria regra da maioria só é moralmente justificável em um contexto no qual os membros da comunidade são capacitados como agentes morais emancipados e tratados com igual respeito e consideração. Seu fundamento axiológico é o valor igualdade, transubstanciado juridicamente no princípio da isonomia, do qual se origina o próprio princípio da maioria como técnica de deliberação coletiva” (BINENBOJM, Gustavo. *Op. Cit.*, p. 49-50).

Em suma, trata-se de um estudo específico do fenômeno da “judicialização da política”¹¹⁴⁴ aplicado à realidade dinâmica e complexa dos mercados financeiros e a regulação a eles subjacente.

A propósito, pode-se adiantar que a exaltação interpretativa exagerada em torno da eficácia normativa da Constituição pode gerar consequências sociais imprevisíveis e um dos principais fatores de risco é o voluntarismo judicial potencializado pela natureza axiológico-normativa da Constituição, a ponto de se afirmar que “vive-se hoje um ambiente de ‘geleia geral’ no direito público brasileiro, em que princípios vagos podem justificar qualquer decisão”.¹¹⁴⁵

Posto isso, reputada a Constituição brasileira de 1988 como base normativa de conexão entre o Direito e a Política, a temática da separação de poderes deve ser tida como elemento essencial do Estado democrático de direito (art. 2º da Constituição atual)¹¹⁴⁶ no debate sobre a judicialização de processos regulatórios financeiros, a fim de viabilizar a construção racional de um projeto de construtivismo político-institucional baseado em capacidades institucionais.

Somente a partir de uma ideia fundamental de divisão dinâmica e eficiente de funções estatais, necessariamente acompanhada da desconcentração de poderes nas instâncias políticas oficiais, é que são minimizados os riscos de abusos de poder, o que

¹¹⁴⁴ Conforme Alexandre Garrido da Silva, “é difícil imaginar atualmente alguma questão política, econômica, cultural ou ambiental que não possa ser debatida em termos constitucionais e que, mais cedo ou mais tarde, não venha a ser objeto de um pronunciamento pelos ministros do Supremo Tribunal Federal” (SILVA, Alexandre Garrido da. *Minimalismo, democracia e expertise: o Supremo Tribunal Federal diante de questões políticas e científicas complexas*. Revista de Direito de Estado, nº 12, 2009, p. 107). Ou seja: “a judicialização da Constituição econômica é inevitável nos Estados que adotam o modelo de controle judicial das leis e atos administrativos” (BINENBOJM, Gustavo; CYRINO, André Rodrigues. *Parâmetros para a Revisão Judicial de Diagnósticos e Prognósticos Regulatórios em Matéria Econômica*. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel; BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Vinte Anos da Constituição Federal de 1988*. Lumen Juris, 2009, p. 744).

¹¹⁴⁵ SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 60. Assim, conforme será explicado a seguir, a proposta mais eficaz de lidar com voluntarismos ou subjetivismos interpretativos oriundos das diversas pré-compreensões sobre a Constituição é o recurso ao ideal de razão pública (que dá conteúdo à razão prática) como “filtro” de legitimidade da interpretação constitucional, cf. SARMENTO, Daniel. *Interpretação Constitucional, Pré-compreensão e Capacidades Institucionais do Intérprete*. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel; BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Vinte Anos da Constituição Federal de 1988*. Lumen Juris, 2009, p. 312-317, *passim*.

¹¹⁴⁶ A separação de Poderes é da essência de uma Constituição. V. BARROSO, Luis Roberto. *Op. Cit.*, p. 82.

tende a gerar, por outro lado, um razoável equilíbrio institucional entre os Poderes para a obtenção dos melhores resultados sociais práticos possíveis.¹¹⁴⁷

Como se percebe, o “controle judicial de políticas públicas é mais do que uma singela questão de interpretação constitucional”,¹¹⁴⁸ pois envolve a análise das capacidades institucionais das instituições em lidar com questões relacionados aos direitos fundamentais e à democracia no contexto de avaliação racional das políticas públicas.

Isto é, as instituições políticas oficiais, suas respectivas legitimidades e capacidades técnicas devem ser racionalmente levadas a sério pela interpretação constitucional,¹¹⁴⁹ e, ao mesmo tempo, deve-se ter cuidado com teorias filosóficas ou dogmáticas excessivamente abstratas e/ou abrangentes.¹¹⁵⁰

Pois bem. A separação de poderes é uma concepção fluida, com relativo caráter contingente e se fundamenta na razão prática própria do construtivismo político, de modo que as teorias de interpretação constitucional, por si só, são insuficientes se não consideram elementos institucionais. Assim, a interpretação constitucional contemporânea exige, como dever analítico alicerçado em razões práticas, considerações sobre as capacidades institucionais das instituições políticas oficiais.

Conforme ressalta Carlos Ari Sundfeld, “é preciso respeitar o espaço de cada instituição, comparar normas e opções, estudar causas e consequências, ponderar as vantagens e desvantagens”.¹¹⁵¹

¹¹⁴⁷ Desse modo, “*não há, portanto, uma separação estanque das funções estatais, mas uma ampla e imbricada rede de implicações recíprocas, a qual tem como objetivo evitar o arbítrio, eventualmente decorrente de uma concentração excessiva de poder*”, cf. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *Teoria constitucional e democracia deliberativa: um estudo sobre o papel do direito na garantia das condições para a cooperação na deliberação democrática*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 33.

¹¹⁴⁸ FONTE, Felipe de Melo. *Op. Cit.*, p. 157.

¹¹⁴⁹ Ao invés de buscar uma inatingível concepção perfeita de separação de poderes, melhor é atentar para a busca, na maior medida possível, de uma forma racional de distribuição eficiente de funções, segundo capacidades técnicas, a fim de “*atender a imperativo de racionalidade das atividades públicas, função especialmente importante se considerada a ampliação demasiada de tarefas do Estado nos últimos séculos e a escassez de recursos para concretizá-las*” (FONTE, Felipe de Melo. *Op. Cit.*, p. 157).

¹¹⁵⁰ À evidência, teorias filosóficas ou dogmáticas excessivamente abstratas e/ou abrangentes não respeitam o fato do pluralismo razoável e tendem a pautar, excessivamente, o conteúdo das decisões sobre questões políticas fundamentais, com o inconveniente de desconsiderar aspectos contextuais, históricos e consequencialistas na interpretação constitucional. Ao contrário, a interpretação do Direito, seguida a lógica da melhor interpretação possível, é uma atividade humana de construção jurídica aberta de soluções fundamentada no sistema jurídico, cf. FREITAS, Juarez. *A Interpretação sistemática do Direito*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 68.

¹¹⁵¹ SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 61.

Quanto ao ponto, a filosofia política de John Rawls se mostra importante para compreender a atividade de interpretação constitucional feita por um Tribunal constitucional, enquanto *locus* institucional propício à aplicação do ideal de razão pública que, conforme as aspirações oriundas do construtivismo político, constitui o móvel definidor do desenho institucional da divisão de funções políticas entre os Poderes dentro de um modelo político substantivo de democracia deliberativa.

Com relação ao tema, John Rawls sustenta que o Tribunal constitucional de um país, em sociedades democráticas constitucionais, é um exemplo prático evidente de instituição que deve e pode atuar segundo o ideal de razão pública, o que lhe confere legitimidade democrática.

Assim, o Tribunal constitucional, dotado de independência funcional, imparcialidade e pautado pela razão, além de sujeito ao dever essencial de motivação pública das decisões judiciais,¹¹⁵² seria capaz de garantir a preservação dos direitos fundamentais e das condições necessárias ao funcionamento adequado da democracia através do ideal de razão pública, o que lhe confere legitimidade discursiva na medida em que esse ideal permite a aplicação da razoabilidade própria do critério da reciprocidade para a garantia e expansão inclusiva dos direitos fundamentais.

No entanto, John Rawls faz questão de frisar que o Tribunal constitucional, embora intérprete constitucional de última instância, não é o único ou o exclusivo intérprete da Constituição de um país,¹¹⁵³ isto é, ainda que o Tribunal constitucional tenha legitimidade para proteger a Constituição,¹¹⁵⁴ a “Constituição não é o que a Suprema Corte diz que é”,¹¹⁵⁵ daí a necessidade de considerações, fundadas em razões

¹¹⁵² Conforme Gustavo Binbenbojm, “A maior contribuição de uma Corte Constitucional ao desenvolvimento civilizatório não está na verdade ou bondade intrínseca de seus julgados, mas na forma pela qual eles energizam o diálogo público e incrementam o seu grau de racionalidade. Acreditamos que os juízes possam fazê-lo melhor, atuando de forma paralela e complementar aos agentes políticos eleitos, por razões de filosofia política, mas também por razões empíricas e históricas” (BINENBOJM, Gustavo. *A nova jurisdição constitucional – Legitimidade democrática e instrumentos de realização*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 119).

¹¹⁵³ RAWLS, John. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011, p. 273-275. No mesmo sentido, com ênfase na noção de sociedade aberta de intérpretes da Constituição formulada por Peter Haberle, v. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 399-400.

¹¹⁵⁴ O tema da legitimidade da jurisdição constitucional é extremamente complexo e amplo. Não obstante, o importante, por ora, é afirmar que a dificuldade contramajoritária do Poder Judiciário pode ser ultrapassada, em termos de legitimidade, quando envolvidos, substancialmente, direitos fundamentais e aspectos essenciais da democracia.

¹¹⁵⁵ RAWLS, John. *Op. Cit.*, p. 281.

práticas inerentes à própria filosofia política de John Rawls, das capacidades institucionais dos demais Poderes em efetivar a Constituição para uma compreensão completa da eficácia normativa expansiva das normas constitucionais, decorrente do fenômeno da constitucionalização do Direito.

Em complementação, no que diz respeito à regulação econômica de maneira geral, pode-se dizer que uma “razão pública constitucional útil ao Direito Econômico” é “uma razão prática que, sem apelar a premissas empíricas ou filosóficas contestáveis, trata igualmente a todos os participantes de um debate público a respeito da Constituição Econômica com respeito e consideração”,¹¹⁵⁶ valendo-se, nesse sentido, da necessidade democrática de avaliação das capacidades institucionais e da eficácia de mensuração dos efeitos sistêmicos das decisões sobre questões econômicas importantes.

Conforme amplamente desenvolvido nos capítulos anteriores, a regulação financeira sistêmica dos mercados, além do seu componente político, envolve o exercício de capacidades institucionais relevantes pelas autoridades regulatórias financeiras, notadamente conhecimentos técnicos oriundos de diversas ciências sociais aplicadas utilizados por corpos técnicos qualificados, o que extravasa, muitas vezes, o âmbito de discussão jurídica próprio da interpretação constitucional e pode explicar, em alguma medida, por que atos regulatórios quase não são impugnados judicialmente.

É preciso lembrar que “é preciso ter humildade para reconhecer que o direito tem um espaço próprio, mas limitado, não podendo pretender dar conta de toda a realidade social, sob pena de distanciar-se de seu propósito”.¹¹⁵⁷

Não obstante, embora não seja protagonista,¹¹⁵⁸ o Poder Judiciário é capaz de contribuir para o aperfeiçoamento da regulação financeira sistêmica dos mercados,¹¹⁵⁹

¹¹⁵⁶ MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Op. Cit.*, p. 155.

¹¹⁵⁷ BARCELLOS, Ana Paula de. *A eficácia jurídica dos princípios constitucionais: O princípio da dignidade da pessoa humana*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 9.

¹¹⁵⁸ No mesmo sentido: RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 242.

¹¹⁵⁹ Segundo Felipe de Melo Fonte, “*não é totalmente procedente a afirmação de que o Poder Judiciário não tem qualquer função a desempenhar em matéria de políticas públicas simplesmente porque não tem visão sistêmica, ao passo que a Administração Pública pode dela dispor. Ora, basta que a Administração tome decisões premidas pelo tempo e sem o devido acesso à informação técnica, e então não haverá qualquer razão institucional para que ela seja privilegiada. Uma decisão administrativa nestas condições pode se revelar mais desastrosa para o público do que decisões judiciais esparsas e pontuais. Além disso, o travamento da agenda sistêmica em razão de impasses nas forças políticas pode ser campo propício para a intervenção judicial. Porém, não menos importante é afirmar que a deferência institucional às decisões administrativas decorre também da visão de que o processo de escolha em políticas públicas é essencialmente político, e não puramente técnico. O que não impede que algumas*

desde que atue, de forma justificada, amparado pelo ideal de razão pública e segundo a perspectiva dos diálogos constitucionais, máxime para identificar atos regulatórios viciados com arbitrariedades substanciais, mediante o uso da proporcionalidade como critério substancial de controle de juridicidade dos atos regulatórios financeiros, bem como estimular a transparência e *accountability* dos processos regulatórios.¹¹⁶⁰

Essa é a tese que será sustentada, fundada na noção de juridicidade administrativa, em que serão estabelecidos parâmetros institucionais e materiais de orientação da interpretação constitucional efetuada pelo Poder Judiciário quanto à regulação financeira sistêmica, em prol dos direitos fundamentais e da democracia, o que não significa, em absoluto, a afirmação de um Poder Judiciário passivo.¹¹⁶¹

4.1 A interface entre o Direito Constitucional e políticas econômicas: a Constituição Econômica como base normativa de conexão.

Recentemente, no ano de 2011, reacendeu-se uma velha discussão política na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal no âmbito do Congresso Nacional: a inclusão do objetivo de busca do pleno emprego,¹¹⁶² que já é princípio constitucional geral da atividade econômica (art. 170, VIII, da Constituição brasileira de

correções sejam judicialmente efetuadas, pois há de ser observada alguma juridicidade na gestão do poder público” (FONTE, Felipe de Melo. *Op. Cit.*, p. 57).

¹¹⁶⁰ RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 255-256.

¹¹⁶¹ Cf. RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 263-264.

¹¹⁶² Tal discussão foi provocada pela inclusão em pauta do Projeto de Lei do Senado (PLS) n° 477, de 2011, de autoria do Senador Lindbergh Farias (PT/RJ), que pretende alterar a redação do art. 3° da Lei n° 4.595, de 1964 para incluir o “o crescimento econômico e a geração de empregos” como objetivos institucionais do Conselho Monetário Nacional e, conseqüentemente, do Banco Central do Brasil. Fonte: http://www.senado.gov.br/atividade/materia/detalhes.asp?p_cod_mate=101621. Acesso em 02.05.2013. Quanto ao assunto, encontra-se também em tramitação, na Câmara de Deputados, o Projeto de Lei n° 3865/2012, de autoria do Deputado Federal Rubem Santiago (PDT/PE), que pretende incluir o crescimento econômico e a geração de empregos como objetivos institucionais adicionais do Banco Central do Brasil, atribuindo-se nova redação ao art. 9° da Lei n° 4.595, de 1964. Fonte: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=544618>. Acesso em 02.04.2013. Por fim, deve-se mencionar, a título ilustrativo, outro Projeto de Lei do Senado (PLS) n° 301, de 2011, de autoria do Senador Inácio Arruda (PCdoB/CE), que pretende a inclusão do objetivo de “plena utilização da capacidade produtiva nacional” no mesmo art. 3° da Lei n° 4.595, de 1964. Fonte: http://www.senado.gov.br/atividade/materia/detalhes.asp?p_cod_mate=100492. Acesso em 02.05.2013.

1988), no rol de atribuições institucionais legais do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, à semelhança dos Estados Unidos da América.¹¹⁶³

Naquele país, o FED possui autonomia institucional fundamentada em lei e seus integrantes exercem mandatos, sendo vedada a exoneração *ad nutum*. Além disso, a busca do pleno emprego, evidentemente, é conjugada com os demais objetivos de estabilidade monetária, todos com foco institucional na sustentabilidade dos fundamentos econômicos de longo prazo do país.

Qual seria, então, a intenção e a necessidade prática subjacente à proposta acima mencionada, eis que a busca do pleno emprego é princípio geral da atividade econômica e, por isso, já vincula, em algum grau, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil, enquanto entes da Administração Pública? É difícil explicar.

Em primeiro lugar, instituições políticas razoáveis e cidadãos livres e iguais jamais seriam capazes de sustentar, racionalmente, que o Estado deve ser indiferente ou incentivar o desemprego. Essa é a *ratio* subjacente ao princípio constitucional ora analisado.

Em segundo lugar, os empregos são gerados, primordialmente, no mercado de trabalho,¹¹⁶⁴ no qual os empregadores não necessariamente investirão na produção ou contratarão mais pessoas por que a meta da taxa SELIC aumentou ou diminuiu, ou seja, o nexos de causalidade entre a facilitação do acesso sistêmico relativamente mais barato ao crédito e a geração de empregos é indireto, servindo apenas como um estímulo, no caso de diminuição, que se agrega a diversos outros fatores que influenciam uma decisão empresarial de contratação ou manutenção de pessoal, sem prejuízo do dilema inevitável entre a tentativa de estimular empregos pela ampliação da oferta monetária *vis-à-vis* os potenciais efeitos inflacionários gerados nos salários dos já empregados.

Por fim, a busca do pleno emprego não pode levar à leniência com o fenômeno sistêmico da inflação, pois isso representa uma violação às liberdades econômicas básicas e prejudica os economicamente menos favorecidos, conforme amplamente sustentado ao longo da dissertação.

¹¹⁶³ Segundo o *Federal Reserve Act*, na Seção 2.A, que trata dos objetivos de política monetária, institui-se, como objetivos essenciais do *Board of Governors of the Federal Reserve System* e do *Federal Open Market Committee*, a busca efetiva do pleno emprego, da estabilidade de preços e de taxas de juros moderadas no longo prazo.

¹¹⁶⁴ Diz-se primordialmente porque a contratação de pessoas para trabalhar não segue sempre a lógica do mercado, como, por exemplo, no caso de abertura de concursos públicos para provimento de cargos na Administração Pública.

Portanto, a proposta política, além de desnecessária tendo em vista o princípio constitucional da busca do pleno emprego, negligencia que “boas intenções políticas” de busca do pleno emprego são, na verdade, uma tentativa de imposição unidirecional de ampliação de oferta de moeda na economia geradora de inflação, em prejuízo a todos os cidadãos, livres e iguais.

Ocorre que, não obstante as críticas formuladas acima, esse é um exemplo excelente para demonstrar a afirmação de que existe uma conexão necessária entre o Direito constitucional e políticas econômicas.

Em linhas gerais, as políticas econômicas de um Estado jamais podem ser descontextualizadas das demandas sociais mais importantes, das principais instituições e dos anseios públicos voltados ao crescimento e desenvolvimento econômico de um país, daí a interface entre Direito e Economia, cuja repercussão, no Estado Constitucional de Direito, se dá entre Direito constitucional e economia política,¹¹⁶⁵ intermediada pela força normativa da Constituição. Em outras palavras, conforme sustenta João Bosco Leopoldino da Fonseca, “a constituição econômica e a constituição política se entremeiam no texto constitucional”.¹¹⁶⁶

Nesse sentido, a economia política é expressão que designa a imbricação necessária do fenômeno econômico com aspectos políticos, institucionais e sociais do Estado,¹¹⁶⁷ a fim de ordenar a atuação estatal no âmbito econômico, a qual será orientada por normas jurídicas definidas pelas instituições estatais responsáveis, segundo o desenho institucional do Estado.¹¹⁶⁸

¹¹⁶⁵ Não existe política independente do Direito, cf. GRIMM, Dieter. *Constituição e Política*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 3.

¹¹⁶⁶ FONSECA, João Bosco Leopoldino da. *Direito Econômico*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 37, com comentários adicionais no sentido de que “*não existe um capítulo em que estejam reunidos os princípios fundamentais econômicos e outros em que se concentrem os princípios políticos. Os princípios se entrecruzam e se fundem, se autosustentam pela sua própria interseção*” (*Ibid.*, p. 37).

¹¹⁶⁷ Acerca da origem do termo economia política, assim se posiciona Fábio Nusdeo, *in verbis*: “*A origem do termo prende-se à ideia de estarem os fenômenos econômicos inextricavelmente imbricados aos de cunho político, institucional e social, e, portanto, ele se destinaria a retratar todas essas vinculações com a justaposição de economia e política*” (NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao direito econômico*. São Paulo: RT, 2010, p. 92).

¹¹⁶⁸ Vejamos outra definição de economia política, *in verbis*: “*Economia política, pois, seria a expressão da atividade do Estado no campo econômico. Toda a ação do Estado, ainda que seja denominada classicamente ou popularmente como política, deve-se encontrar definida e orientada por normas jurídicas, podendo-se falar, quando da atuação econômica do Estado, de uma política econômica*” (TAVARES, André Ramos. *Direito Constitucional Econômico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 69).

A estrutura institucional básica da sociedade resulta, em grande parte, de decisões sobre questões políticas fundamentais de natureza econômica, cujo fundamento normativo principal é a Constituição.

Sendo assim, se é certo que os bens são escassos e as necessidades humanas ilimitadas, é possível inferir ser justo, de acordo com noção contemporânea de democracia e de tutela dos direitos fundamentais, que os cidadãos, livres e iguais, integrantes de um arranjo social, através das formas institucionais de deliberação pública escolhidas por eles, sejam os responsáveis pela definição de políticas públicas¹¹⁶⁹ que expressem o modo pelo qual os bens produzidos no âmbito social serão protegidos e destinados, assim como poderão estipular meios direcionados a estimular a expansão da produção de bens e serviços.

Essa é a síntese do modelo de organização política mais endossado no mundo contemporâneo,¹¹⁷⁰ o qual assumiu, atualmente, a forma de Estado constitucional de Direito na grande maioria dos países no mundo. Mas nem sempre foi assim.

Em termos históricos, Estado é adotado como arranjo social básico a partir da Era Moderna, o qual passa a ser o centro de poder de decisão política e, conseqüentemente, de produção do Direito.¹¹⁷¹ Após as revoluções liberais do final do século XVIII, inicia-se a moldagem do desenho institucional do modelo de organização política dos Estados contemporâneos, baseado nos pilares da limitação do poder estatal e na separação funcional de poderes.

Portanto, a Constituição é escolhida, essencialmente, como solução política instrumental de consenso, com conteúdo positivo,¹¹⁷² destinada ao objetivo de limitação

¹¹⁶⁹ BARCELLOS, Ana Paula de. *Constitucionalização das políticas públicas em matéria de direitos fundamentais: o controle político-social e o controle jurídico no espaço democrático*. Revista de Direito do Estado, nº 7, 2006, p. 23.

¹¹⁷⁰ A propósito do tema, digna de nota é a passagem da Amartya Sen, *in verbis*: “O século XX estabeleceu o regime democrático e participativo como o modelo preeminente de organização política. Os conceitos de direitos humanos e liberdade política hoje são parte da retórica prevalente” (SEN, Amartya. *Desenvolvimento como liberdade*. São Paulo: Companhia das Letras, 2000, p. 9).

¹¹⁷¹ O Direito anterior ao constitucionalismo moderno não possuía uma origem única e exclusiva de produção de normas jurídicas que conferisse unidade e sistematicidade suficiente à ordem jurídica, haja vista a diversidade de fontes normativas à época, oriundas de instituições diferentes e concorrentes. Assim, a formação do Estado moderno traz consigo a pretensão de centralidade político-jurídica na produção e estabelecimento do Direito, cf. FERRAJOLI, Luigi. *Pasado y futuro del Estado de derecho*. In: CARBONELL, Miguel (Coord.). *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid, Trotta, 2003, p. 15.

¹¹⁷² A Constituição serve-se do positivismo para se tornar o principal documento jurídico do Estado, ou seja, “a solução apresentada pelo direito constitucional não deixou a base do direito positivo”, cf. GRIMM, Dieter. *Constituição e Política*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 10.

de poderes políticos ao positivar uma estrutura institucional em que os Poderes assumem funções distintas,¹¹⁷³ o que inclui a de definição e execução de políticas econômicas conforme o modelo constitucional definido para o Estado.

A propósito, no mesmo período histórico, a Economia, até então estudada no âmbito da filosofia moral, passa a concretizar sua pretensão de autonomia científica. Partindo-se da obra referencial *A riqueza das nações* de Adam Smith, publicada em 1776, dá-se impulso determinante à corrente do liberalismo econômico, a qual se funda em ideais voltados à contestação do mercantilismo (baseado na concessão de privilégios e monopólios econômicos) à época, em prol de uma maior liberdade nos mercados.¹¹⁷⁴

Logo, percebe-se, claramente, um processo histórico conjunto de ascensão e evolução do constitucionalismo moderno (séculos XVIII e XIX), principalmente na Europa continental, atrelado ao fortalecimento da burguesia, que passa a assumir, gradativamente, maior influência política, em que a garantia da liberdade contratual e da propriedade privada constituem os pressupostos para a tutela e expansão da oferta de bens e serviços na economia.

No que diz respeito ao sistema jurídico, entendia-se que a Constituição, a despeito de conter o desenho institucional da estrutura organizativa do Estado, não possuía força normativa por se tratar de documento exclusivamente político, a fim de que fosse garantida a “soberania popular” externada pelos poderes políticos majoritários,¹¹⁷⁵ sem que o Poder Judiciário exercesse papel relevante de construção do Direito, eis que restrito a ser a “boca da lei”.

¹¹⁷³ A afirmação da Constituição como solução política moderna é desenvolvida por Dieter Grimm da seguinte forma, *in verbis*: “A pretendida limitação da disposição política sobre o direito só podia ser novamente alcançada por intermédio do direito. Esse direito devia ser superior ao direito estabelecido, mas não podia ser válido como suprapositivo. A solução para o problema foi oferecida pela Constituição. Diferentemente do direito natural, a Constituição era direito positivo. (...) A política manteve sua competência de prescrever o direito sobre a sociedade, mas não gozava mais da liberdade dos monarcas absolutistas e era, ela própria, destinatária das condições legais” (GRIMM, Dieter. *Op. Cit.*, p. 9).

¹¹⁷⁴ Vale dizer, a economia política ganha autonomia científica e importância conforme os fundamentos explorados nas obras dos economistas clássicos, voltadas à defesa de uma maior liberalização nos mercados, simultaneamente ao processo evolutivo de tomada crescente da hegemonia política pela burguesia, cuja força social já era notória no âmbito econômico e se estendia nas instâncias políticas mais importantes, em um momento histórico no qual a democracia era limitada aos mais ricos.

¹¹⁷⁵ Conforme Gustavo Binenbojm, “em passado não muito distante, considerava-se que a Constituição não seria autêntica norma jurídica, dotada de cogência e imperatividade, mas antes uma proclamação retórica de valores e diretrizes políticas. Os preceitos constitucionais deveriam inspirar o legislador, mas não poderiam ser diretamente aplicados pelos juízes na resolução de controvérsias judiciais. Os magistrados e operadores do Direito em geral deveriam fundamentar suas decisões exclusivamente nas

Ao longo do tempo, o processo de expansão democrática, evidentemente acompanhado de reivindicações mais inclusivas por direitos, incentivou movimentos sociais por mudanças na estrutura política do Estado.

Nesse sentido, no início do século XX, o resultado desse processo amplo deu impulso a uma maior atuação do Estado na economia - e o consequente alargamento, sobretudo, das funções regulatórias do Poder Executivo -, com o propósito de extensão inclusiva de direitos, inclusive expansão dos direitos políticos.

Em meados da segunda metade do século XX, com o fim da Segunda Guerra Mundial, disseminou-se uma descrença moral generalizada na capacidade normativa majoritária do Estado, o que era agravado pelo quadro de “inflação legislativa” próprio de um Estado mais atuante – e não necessariamente mais eficiente em resultados - no âmbito social (“Estado de bem-estar social”).

Era preciso reorganizar a estrutura institucional do Estado, o que motivou a ascensão institucional do Poder Judiciário devido à construção teórica em favor da força normativa da Constituição,¹¹⁷⁶ que preza pela reintrodução de valores éticos e morais na dogmática jurídica, acompanhada pela valorização da argumentação ou discurso jurídico racional prático.

Dito de outro modo, assiste-se à construção de um novo modelo de desenho institucional estatal rotulado de “Estado constitucional de Direito”, representativo de uma nova concepção de Direito reaproximada da moral, em que a Constituição se torna o fundamento axiológico-normativo do sistema jurídico, instaurando-se uma nova hermenêutica jurídica caracterizada por uma interpretação racional aberta e axiológica das normas constitucionais, cuja expressão sintética é o pós-positivismo.

Em suma, pode-se dizer que o Estado constitucional de Direito é caracterizado pela supremacia formal e material da Constituição, que subordina leis e atos normativos

leis em vigor, consideradas autênticas expressões da soberania popular” (BINENBOJM, Gustavo. Uma Teoria do Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 61).

¹¹⁷⁶ Dotar a Constituição de força normativa representou uma alternativa ao fracasso histórico do positivismo jurídico legalista em países da Europa Continental. Conforme Jane Reis Gonçalves Pereira, “esse fenômeno emergiu de forma muito clara na Europa Ocidental, onde as experiências traumáticas de países que passaram por regimes totalitários desembocaram na adoção de Constituições com amplos catálogos de direitos fundamentais, dotados de forte dimensão ética e prospectiva, cuja garantia foi atribuída à jurisdição constitucional. O mesmo ocorreu na América do Sul, quando os países egressos de ditaduras militares adotaram textos constitucionais fortemente inspirados nas constituições europeias do pós-guerra” (PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Interpretação constitucional e direitos fundamentais: uma contribuição ao estudo das restrições aos direitos fundamentais na perspectiva da teoria dos princípios*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 22), sendo certo que essa experiência influenciou o constitucionalismo democrático brasileiro tardio.

primários à aferição de constitucionalidade,¹¹⁷⁷ com a circunstância especial da ascensão institucional do Poder Judiciário em virtude do reconhecimento da importância da jurisdição constitucional como instância relativamente independente de controle de políticas públicas definidas e executadas pelo Estado,¹¹⁷⁸ o que altera, necessariamente, o modelo de deliberação democrática até então adotado.¹¹⁷⁹ Essa é, sem dúvida, a grande mudança institucional resultante das consequências políticas do fenômeno da constitucionalização do Direito.

Logo, independentemente da ideia segundo a qual “a jurisdição constitucional não é nem incompatível nem indispensável à democracia”,¹¹⁸⁰ deve-se reconhecer que a jurisdição constitucional, inclusive no Brasil, tem apresentado contribuições à democracia.¹¹⁸¹

No entanto, não podem ser ignorados pontos de tensão na relação entre Poderes no Estado constitucional de Direito, eis que a natureza deliberativa e axiológica subjacente ao novo modelo institucional torna mais complexa a formação de consensos,

¹¹⁷⁷ Conforme Luis Roberto Barroso, “*A Constituição é o primeiro documento na vida jurídica do Estado, do ponto de vista cronológico como hierárquico. Dotada de supremacia, suas normas devem ter aplicação preferencial, condicionando, ademais, a validade e o sentido de todos os atos normativos infraconstitucionais. Uma Constituição, ao instituir o Estado, (a) organiza o exercício do poder político, (b) define os direitos fundamentais do povo e (c) estabelece determinados princípios e traça fins públicos a serem alcançados*” (BARROSO, Luis Roberto. *A doutrina brasileira da efetividade*. In: *Temas de direito constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar, Tomo III, 2005, p. 72).

¹¹⁷⁸ ENTERRÍA, Eduardo Garcia de. *La Constitución española de 1978 como pacto social y como norma jurídica*. Madrid: Inap, 2003, p. 5.

¹¹⁷⁹ FERRAJOLI, Luigi. *Op. Cit.*, p. 18-19.

¹¹⁸⁰ Dieter Grimm sustenta, com propriedade, que a escolha sobre o modelo de controle de constitucionalidade é relativamente pragmática, cultural e contingente. Assim, com respaldo em um conceito substancial de democracia, que preza pela importância dos espaços públicos de deliberação democrática, o autor citado argumenta que a jurisdição constitucional possui vantagens e desvantagens teóricas que podem ser sopesadas pela própria deliberação democrática sobre as instituições, cf. GRIMM, Dieter. *Jurisdição constitucional e democracia*. Revista de Direito do Estado n° 4, 2006, p. 6-9. Com relação à crítica relacionada à ausência de legitimidade democrática do Poder Judiciário, não se pode ignorar que “*a maior parte dos Estados democráticos do mundo reserva uma parcela do poder político para ser exercido pelo Judiciário, isto é, por agentes públicos que não são eleitos*”, o que demonstra o relativo sucesso do desenho institucional básico do Estado constitucional de Direito, cf. BARROSO, Luis Roberto. *Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo*. Revista Jurídica da Presidência, n° 96, 2010, p. 19.

¹¹⁸¹ Quanto ao ponto, digna de nota é a observação de Luís Roberto Barroso, *in verbis*: “*A jurisdição constitucional pode não ser um componente indispensável do constitucionalismo democrático, mas tem servido bem à causa, de uma maneira geral. Ela é um espaço de legitimação discursiva ou argumentativa das decisões políticas, que coexiste com a legitimação majoritária, servindo-lhe de ‘contraponto e complemento*” (BARROSO, Luis Roberto. *Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo*. Revista Jurídica da Presidência, n° 96, 2010, p. 15).

sobretudo quando há discussões sobre o acerto moral e eficiente dos atos do Poder Público.

Dito isso, evidencia-se a grande perplexidade trazida por esse novo desenho institucional, eis que a democracia majoritária convive com um sistema normativo de direitos fundamentais em que o Poder Judiciário, dotado de capacidade institucional de interpretação e aplicação do Direito, poderá se pronunciar sobre os limites da democracia majoritária mediante a definição do conteúdo e alcance dos direitos fundamentais, inclusive em casos onde diversas soluções moralmente plausíveis podem ser postas à deliberação pela jurisdição constitucional, o que impõe cautela na escolha judicial da melhor decisão, seja para confirmar ou não, à luz da sua capacidade institucional e da proporcionalidade, a legitimidade do ato estatal impugnado.

Nesse contexto, aceita a premissa de que a jurisdição constitucional deve resguardar o processo democrático e promover os direitos fundamentais, superando o déficit de legitimidade dos demais Poderes (quando for o caso),¹¹⁸² o exercício da função jurisdicional somente é reputada legítima, sob o ponto de vista institucional e democrático, quando o dever público de prestação de contas (fundamentação das decisões judiciais) é cumprido através de argumentação jurídica¹¹⁸³ consistente e coerente, capaz de fundamentar, de forma adequada, as razões decisórias adotadas.

Pois bem. A Constituição brasileira de 1988, marco histórico do modelo do Estado constitucional de Direito no Brasil,¹¹⁸⁴ devidamente acompanhada por um processo intenso de redemocratização do país, também se sujeita aos dilemas desse novo desenho institucional.

Conforme já frisado, a ascensão institucional do Poder Judiciário se relaciona à expansão da jurisdição constitucional, que se manifesta, concretamente, no Brasil, através da: (i) ampliação dos instrumentos de provocação do controle concentrado de

¹¹⁸² V. BARROSO, Luis Roberto. *Vinte anos da Constituição brasileira de 1988: o Estado a que chegamos*. Revista de Direito do Estado, nº 10, 2008, p. 57.

¹¹⁸³ Segundo Luis Roberto, a “argumentação é a atividade de fornecer razões para a defesa de um ponto de vista, o exercício de justificação de determinada tese ou conclusão. Trata-se de um processo racional e discursivo de demonstração da correção e da justiça da solução proposta, que tem como elementos fundamentais: (i) a linguagem, (ii) as premissas que funcionam como ponto de partida e (iii) regras norteadoras da passagem das premissas à conclusão” (razão prática)” (BARROSO, Luís Roberto. *Curso de direito constitucional contemporâneo: os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 339). Segundo o doutrinador, os parâmetros argumentativos exigíveis são: a) a necessidade de fundamentação normativa, b) o necessário respeito à unidade do sistema e c) a atribuição adequada de peso (relativo) dado às consequências concretas da decisão.

¹¹⁸⁴ V. BARROSO, Luis Roberto. *Vinte anos da Constituição brasileira de 1988: o Estado a que chegamos*. Revista de Direito do Estado, nº 10, 2008, p. 62-63).

constitucionalidade perante o Supremo Tribunal; (ii) ampliação do rol de legitimados à propositura desses instrumentos; (iii) a consagração constitucional dos processos coletivos; e a (iv) a manutenção de um sistema amplo de controle difuso de controle de constitucionalidade pela Constituição brasileira de 1988.

Com efeito, tal ascensão é acompanhada por uma nova hermenêutica constitucional consagrada da normatividade dos princípios, da reabilitação da razão prática e da argumentação jurídica e da sistematização de uma teoria dos direitos fundamentais centralizada na dignidade da pessoa humana,¹¹⁸⁵ cujo texto, nas palavras de Oscar Vilhena Vieira, “transcendeu os temas propriamente constitucionais e regulamentou pormenorizada e obsessivamente um amplo campo das relações sociais, econômicas e públicas, numa espécie de compromisso maximizador”.¹¹⁸⁶

Isto é, assuntos como “ponderação de valores, princípios ou moralidade, tornaram-se temas comuns aos estudos de direito constitucional”,¹¹⁸⁷ eis que a Constituição se torna o texto normativo fundamental do Estado brasileiro e o Poder Judiciário assume o *status* institucional de avaliador eventual de escolhas estatais regulatórias sob os aspectos substantivos e procedimentais.

Em suma, pode-se dizer que a judicialização da política é uma decorrência do modelo do Estado constitucional de Direito que envolve a possibilidade de submissão de questões políticas de toda ordem à jurisdição constitucional, o que revela uma estratégia de “transferência de poder para as instituições judiciais, em detrimento das instâncias políticas tradicionais, que são o Legislativo e o Executivo”¹¹⁸⁸ e exige uma abordagem institucional em favor de uma nova concepção de separação de poderes.¹¹⁸⁹

¹¹⁸⁵ BARROSO, Luis Roberto. *Vinte anos da Constituição brasileira de 1988: o Estado a que chegamos*. Revista de Direito do Estado, nº 10, 2008, p. 61.

¹¹⁸⁶ VIEIRA, Oscar Vilhena. *Supremocracia*. Revista de Direito do Estado, nº 12, 2009, p. 62.

¹¹⁸⁷ BARROSO, Luis Roberto. *Vinte anos da Constituição brasileira de 1988: o Estado a que chegamos*. Revista de Direito do Estado, nº 10, 2008, p. 56.

¹¹⁸⁸ BARROSO, Luis Roberto. *Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo*. Revista Jurídica da Presidência, nº 96, 2010, p. 6.

¹¹⁸⁹ Pertinente é a ideia de que “a Constituição faz a interface entre o universo político e o jurídico, instituindo o Estado de direito, os poderes constituídos e fazendo a distinção entre legislar, administrar e julgar. A atuação de juízes e tribunais é preservada do contágio político por meio da independência do Judiciário em relação aos demais Poderes e por sua vinculação ao direito, que constitui um mundo autônomo, tanto do ponto de vista normativo quanto doutrinário” (BARROSO, Luis Roberto. *Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo*. Revista Jurídica da Presidência, nº 96, 2010, p. 3).

Dito isso, algumas ideias conclusivas quanto ao ponto podem ser postas. Segundo o modelo institucional do Estado constitucional de Direito, a Constituição brasileira torna-se a base normativa vinculativa da qual se extrai o fundamento de legitimidade da atuação de todos os Poderes, servindo como base normativa de conexão política para o diálogo constitucional entre eles.

Face à autonomia relativa entre Direito constitucional e economia política, a Constituição baliza a economia política e lhe coloca uma moldura, a fim de vincular constitucionalmente os Poderes majoritários sem suprimir a sua atuação política no âmbito econômico,¹¹⁹⁰ de modo que a Constituição legitima e limita, simultaneamente, o poder de definir e executar políticas econômicas a fim de proteger direitos fundamentais e a democracia,¹¹⁹¹ o que não descaracteriza ou diminui a importância dos poderes majoritários na deliberação prioritária sobre políticas econômicas.¹¹⁹²

Sob a perspectiva da jurisdição constitucional, o Poder Judiciário se deparará com a “Constituição Econômica” como objeto material normativo,¹¹⁹³ entendida como o conjunto de normas constitucionais, inclusive princípios,¹¹⁹⁴ que possuem intensa

¹¹⁹⁰ A ideia de moldura constitucional ao exercício da política é desenvolvida por Dieter Grimm da seguinte forma, *in verbis*: “A Constituição não pode realizar uma total juridicização da política. Se for tarefa da política adaptar a ordem social a exigência variáveis, ela necessita então de uma área de atuação que a Constituição pode delimitar de maneira diferenciada, mas não suprimir totalmente. A política como produtora do direito positivo transcende necessariamente este. Por conseguinte, a Constituição não elimina a política, apenas lhe coloca uma moldura” (GRIMM, Dieter. *Constituição e Política*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 10).

¹¹⁹¹ BARROSO, Luis Roberto. *Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo*. Revista Jurídica da Presidência, n° 96, 2010, p. 17.

¹¹⁹² “A constituição estrutura a ação política organizando-a, guiando-a e limitando-a. Mas ela não dispõe de tal modo que a política estaria reduzida a mera execução de ordens constitucionais”, cf. GRIMM, Dieter. *Jurisdição constitucional e democracia*. Revista de Direito do Estado n° 4, 2006, p. 18.

¹¹⁹³ Se efetivar “Constituição Econômica” é um objetivo voltado a interferir nos processos políticos com repercussão na economia brasileira, deve-se delimitar, como ponto de partida, a “Constituição Econômica” sob o aspecto formal, compreendida como os preceitos constitucionais que guardam intensa pertinência com a economia, cf. CYRINO, André Rodrigues. *Direito Constitucional Regulatório – elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição econômica brasileira*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 70-71.

¹¹⁹⁴ Logo, a “Constituição Econômica” insere-se no debate sobre a normatividade dos princípios constitucionais e a eficácia de métodos abertos de interpretação constitucional, em que a “teoria dos princípios” tem se consagrado como a melhor forma de interpretar a Constituição, inclusive a “Constituição Econômica”. V. CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 13-14. A propósito, tal teoria vai ao encontro da tese de abertura econômica da Constituição adotada pelo Tribunal Constitucional Federal alemão, cf. GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 74. Sobre a definição de princípios, adota-se na presente dissertação a formulação feita por Humberto Ávila, *in verbis*: “Os princípios são normas imediatamente finalísticas, primariamente prospectivas e com pretensão de complementaridade de parcialidade, para cuja aplicação se demanda uma avaliação da correlação entre o estado de coisas a ser promovido e os efeitos decorrentes da

relação com as questões políticas fundamentais relativas aos processos econômicos de alocação e distribuição de recursos sociais. Quanto ao tema, é importa frisar que o texto constitucional não é apenas o ponto da partida, mas o aspecto fundamental de limitação da interpretação constitucional.¹¹⁹⁵

Ademais, a análise judicial das questões políticas fundamentais no âmbito econômico com substrato constitucional deve ser efetuada com a devida consideração às capacidades institucionais dos demais poderes, em atenção ao fato de que a ordem econômica não se esgota no nível constitucional¹¹⁹⁶ (mundo do dever-ser) *vis-à-vis* a realidade sistêmica dos mercados (mundo do ser).¹¹⁹⁷

Políticas econômicas, conforme já frisado, envolvem escolhas a respeito da tutela, distribuição e expansão de recursos sociais com substrato econômico e devem estar fundamentadas na Constituição brasileira de 1988, máxime os princípios gerais da atividade econômica enunciados no art. 170 da Carta Magna, dotados de eficácia normativa expansiva em relação a todas as instituições e pessoas em razão da constitucionalização do Direito.¹¹⁹⁸

Quanto ao ponto, importa destacar que, embora se tenha dedicado um título exclusivo no texto constitucional à Ordem Econômica, os princípios enunciados no art. 170 da Constituição brasileira são corolários de fundamentos (art. 1º), objetivos (art. 3º) e direitos fundamentais (arts. 5º e 6º, principalmente) previstos na primeira parte (Título I e II) da Constituição brasileira de 1988.

conduta havida como necessária à sua promoção” (ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 78-79).

¹¹⁹⁵ Cf. PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Interpretação constitucional e direitos fundamentais: uma contribuição ao estudo das restrições aos direitos fundamentais na perspectiva da teoria dos princípios*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 46.

¹¹⁹⁶ GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 77.

¹¹⁹⁷ A distinção da ordem econômica como “mundo do ser” e “mundo do dever-ser” é tributária, na doutrina brasileira sobre direito econômico, dos estudos de Eros Roberto Grau. V. GRAU, Eros Roberto. *Op. Cit.*, p. 57.

¹¹⁹⁸ Segundo Luís Roberto Barroso, “a ideia de constitucionalização do Direito aqui explorada está associada a um efeito expansivo das normas constitucionais, cujo conteúdo material e axiológico se irradia, com força normativa, por todo o sistema jurídico. Os valores, os fins públicos e os comportamentos contemplados nos princípios e regras da Constituição passam a condicionar a validade e o sentido de todas as normas do direito infraconstitucional. Como intuitivo, a constitucionalização repercute sobre a atuação dos três Poderes, inclusive e notadamente nas suas relações com particulares” (BARROSO, Luis Roberto. *Neoconstitucionalismo e constitucionalização do Direito: O triunfo tardio do direito constitucional no Brasil*. In: *Temas de Direito Constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar, Tomo IV, 2009, p. 77).

Não se pode deixar de mencionar, em complementação, que o exercício da soberania nacional (art. 170, I) é regido pelos princípios humanitários e cooperativos extraídos dos incisos do art. 4º da Constituição pátria, segundo o desenho institucional dinâmico e dialógico de divisão de funções públicas entre Poderes (art. 2º),¹¹⁹⁹ com especial enfoque no objetivo principal de desenvolvimento econômico (art. 3º, II), o que se almeja seja obtido através de atividade deliberativa inclusiva dos cidadãos, livres e iguais, no âmbito democrático (art. 1º, caput, II e IV) para a efetivação, no maior grau possível, da justiça social, que traduz uma sociedade livre, justa e solidária (art. 3º, I e IV, e 170, *caput, in fine*).¹²⁰⁰

Tal enunciação é de extrema importância, na medida em que a interpretação constitucional não pode ser formalmente arbitrária em termos normativos, porque o mínimo que se pode esperar do intérprete constitucional são as referências normativas que embasam as justificativas do resultado da interpretação constitucional.¹²⁰¹

Nada obstante, as questões que se põem são desafiadoras, a saber: diante da abertura axiológica das normas constitucionais, como determinar a melhor política econômica possível? Se a interpretação constitucional é aberta e envolve elementos

¹¹⁹⁹ O título da Constituição brasileira relativo à Ordem Econômica contém diversas disposições normativas específicas sobre temas que, embora relacionados aos “princípios gerais da atividade econômica”, são formalmente constitucionais, pois não estão dotados de alto grau material de fundamentalidade constitucional, mas foram elevados, mesmo assim, ao *status* constitucional pelo legislador constituinte originário. Um exemplo evidente dessa afirmação é a regra revogada de aplicação de “taxas de juros reais” em, no máximo, doze por cento ao ano no Sistema Financeiro Nacional, que será analisada no último tópico do Capítulo com maior detalhamento, tendo em vista a judicialização da questão sobre sua eficácia no âmbito do Supremo Tribunal Federal. Sobre o momento histórico de elaboração do capítulo destinado à Ordem Econômica e a relação tensa entre conservadores e progressistas no debate constituinte, da qual resultou na prescrição normativa de algumas regras específicas, v. PILATTI, Adriano. *Constituinte de 1987-1988: Progressistas, Conservadores, Ordem Econômica e Regras do Jogo*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008, p. 176-194, *passim*.

¹²⁰⁰ Em linhas gerais, essa é a receita liberal-igualitária de justiça, endossada na filosofia política de John Rawls, o que vai ao encontro da ideia segundo a qual “*na justificativa da intervenção do Estado na economia, caminham lado a lado premissas (i) de maximização e distribuição de riqueza – traduzida como desenvolvimento -, numa receita de igualdade, (ii) de democracia, bem como (iii) de realização dos direitos fundamentais, os quais, repita-se, têm um custo, e sua implementação é essencial para a criação de um ambiente deliberativo saudável*” (CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 51-52).

¹²⁰¹ A racionalidade e a legitimidade da interpretação constitucional estão diretamente relacionadas à capacidade do intérprete de reconduzir os fundamentos normativos da decisão interpretativa ao sistema jurídico, com pretensão de universalidade e levando em consideração as consequências da decisão interpretativa na realidade subjacente, cf. BARROSO, Luís Roberto. *Neoconstitucionalismo e constitucionalização do Direito: O triunfo tardio do direito constitucional no Brasil*. In: *Temas de Direito Constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar, Tomo IV, 2009, p. 75.

cognitivos e volitivos, qual o melhor método de interpretação no âmbito econômico, onde as ideologias e pré-compreensões são fatores importantes de influência?¹²⁰²

Por expressar consensos mínimos fundamentais sobre a economia, as normas constitucionais relacionados à economia política estão abertas às múltiplas visões ideológicas, políticas e sociais no ambiente democrático e plural brasileiro, o que possibilita uma grande margem de interpretação constitucional acerca da tarefa de definição e execução da melhor política econômica possível.

Com efeito, conquanto a Constituição possua a virtude de estabelecer consensos econômicos mínimos vinculantes à atuação do Estado, a fim de exonerar “o processo político do ônus de uma rediscussão contínua acerca das premissas substanciais e procedimentais das decisões políticas”,¹²⁰³ variadas possibilidades interpretativas, passíveis de justificação argumentativa de acordo com as circunstâncias econômicas do caso concreto, podem se mostrar plausíveis.

Adicionalmente, a própria complexidade e dinamismo econômico da sociedade contemporânea aumentam a necessidade de mensuração dinâmica e adaptativa dos riscos econômicos relacionados à implementação de políticas públicas, o que torna quase impossível construir soluções subjacentes a políticas econômicas com rigidez decisória, vale dizer, a sociedade atual, complexa por natureza, não se mantém de forma adequada com “poucas regras ou regras jurídicas simples”.¹²⁰⁴

Sendo assim, efetivar a “Constituição Econômica” no maior grau possível é uma tarefa institucional que não é trivial e o Poder Judiciário deve tratá-la assim.

¹²⁰² As observações de Dieter Grimm são de extrema relevância a propósito das questões levantadas, *in verbis*: “Consequentemente, em todo ato de aplicação judicial do direito, elementos cognitivos e volitivos contraem uma ligação indissolúvel. As influências subjetivas assim vinculadas ficam delimitadas pelo método jurídico. Todavia, não existe nenhum método interpretativo obrigatório e nem o legislador pode prescrever para o aplicador do direito um determinado método. Em geral, há a concorrência de diferentes ideias metodológicas, de modo que a escolha entre elas já exige uma decisão. Além disso, o método não é nenhum recurso tecnicamente neutro para a investigação de um sentido normativo estabelecido. Pelo contrário, na escolha do método, são tomadas pré-decisões acerca da compreensão do conteúdo das normas. Destarte, o conteúdo político da aplicação do direito é inevitável e, na mesma medida, a própria justiça se constitui em um poder político” (GRIMM, Dieter. *Constituição e Política*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 15-16). Com relação à pré-compreensão, deve-se dizer que ela “envolve não apenas a concepção particular de mundo do intérprete, mas, sobretudo, os valores, tradições e preconceitos da comunidade em que ele está inserido. Afinal, os seres humanos não são desenraizados, mas compartilham, em geral, visões de mundo com aqueles que vivem no mesmo contexto histórico e cultural” (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 418).

¹²⁰³ GRIMM, Dieter. *Jurisdição constitucional e democracia*. Revista de Direito do Estado n° 4, 2006, p. 8.

¹²⁰⁴ GRIMM, Dieter. *Constituição e Política*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 18.

Processos econômicos de alocação e distribuição de recursos sociais são questões de justiça básica, cuja fundamentação de atuação estatal não se esgota no nível constitucional. Além disso, é preciso olhar os objetivos de eficiência estatal com propósitos racionais de ordem prática, pois a demanda social pela gestão pública adequada dos recursos sociais escassos envolve a atuação institucional das instâncias regulatórias especializadas responsáveis pela gestão e execução dos objetivos constitucionais, cabendo ao Poder Judiciário a tarefa complementar de depuração dos processos regulatórios em prol dos direitos fundamentais e da democracia.

Em suma, se é possível extrair um dever geral de eficiência da Constituição brasileira de 1988¹²⁰⁵ e se a judicialização da “Constituição Econômica” é inevitável,¹²⁰⁶ a resposta à questão sobre qual decisão regulatória é mais eficiente deve estar acompanhada de considerações a respeito das instituições com maior capacidade ou *expertise* técnica para obter os resultados sociais desejados.

Logo, imperiosa é a inclusão do tema das capacidades institucionais na interpretação constitucional,¹²⁰⁷ sobretudo diante da complexidade e dinamicidade da regulação financeira sistêmica dos mercados.

4.2 Parâmetros institucionais e materiais para um controle jurisdicional adequado da regulação financeira sistêmica: separação de poderes e diálogos constitucionais.

Em 1987, conforme já citado, o Supremo Tribunal Federal julgou procedente o pedido no Conflito de Atribuições nº 35,¹²⁰⁸ em que se discutia a possibilidade de controle jurisdicional de cláusulas contratuais do “cheque especial”.

¹²⁰⁵ O dever de eficiência estatal é imposição constitucional, nos termos do que sustenta André Rodrigues Cyrino, *in verbis*: “*Seu status constitucional nos parece bastante claro, decorrendo: (i) da necessidade de máxima realização do amplo e custoso rol de direitos fundamentais previstos na Constituição; (ii) do dever de escolhas adequadas e necessárias sobre quais direitos serão realizados, em cada momento, em maior ou menor intensidade; (iii) da análise de custo-benefício sobre tais escolhas, decorrente do dever de proporcionalidade; (iv) da verificação da melhor intensidade da intervenção estatal a partir dos princípios gerais da ordem econômica, isto é, na busca da intervenção mais eficiente, ou sensata; bem como (v) da existência de dispositivos específicos de desenvolvimento e bem-estar (art. 3º), eficiência (art. 37) e economicidade (art. 70)*” (CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 161-162).

¹²⁰⁶ Cf. CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 208.

¹²⁰⁷ Portanto, não se pode conceber a interpretação constitucional econômica sem atentar para a capacidade institucional de quem pratica o ato regulatório impugnado, bem como sua eficiência em aferir as consequências ou efeitos sistêmicos resultantes da decisão que fundamentou o ato regulatório. V. CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 209.

Nesse caso, foi posta sob apreciação judicial a capacidade normativa do Conselho Monetário Nacional e afirmou-se que o pedido deduzido na ação civil pública ia de encontro à competência das autoridades administrativas reguladoras. Independentemente de o julgamento ter sido realizado antes da Constituição atual, dos detalhes processuais do caso e do resultado em si do julgamento, há uma passagem interessante do voto do então Ministro Francisco Rezek.

Ao acompanhar o voto do Ministro Relator Sydney Sanches, o Ministro fez questão de inserir em seu voto uma hipótese extremada de pedido, ilustrativa dos limites de postulação a que estaria sujeito o autor de uma ação civil pública em sua ótica, cujo objeto hipotético fosse o pedido de prestação jurisdicional no sentido da exoneração judicial do Ministro da Fazenda e a subsequente nomeação de uma determinada pessoa em substituição, conforme currículo em anexo.¹²⁰⁹

Visto isso, pergunta-se: se as circunstâncias do caso não eram complexas, por que o Ministro preocupou-se em trazer essa hipótese ilustrativa para reforçar a fundamentação, bastante por si só, do voto do Ministro Relator? A despeito das diversas respostas possíveis, uma conclusão é evidente: além do Poder Judiciário, fez-se questão de frisar que as demais instituições estatais importam.

Por outro lado, tais instituições não estão livres para decidir questões políticas fundamentais, eis que a legitimidade do Direito, hoje, impõe um compromisso racional de justificação pública discursiva das ações do Estado, de modo que o Poder Judiciário não pode ficar inerte em razão de sua função institucional de aferição da juridicidade dos atos regulatórios se eventualmente provocado para tanto. E quanto maior a capacidade de persuasão racional e maior a credibilidade pública das decisões judiciais, maior a legitimidade política da jurisdição constitucional.¹²¹⁰

¹²⁰⁸ STF, Conflito de Atribuições nº 35, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Sydney Sanches, j. 02.12.1987, DJ 01.12.1989.

¹²⁰⁹ A passagem a que se faz alusão é a seguinte, *in verbis*: “*Figuro a situação seguinte: amanhã o curador de interesses difusos, no Rio de Janeiro, dirige-se a uma das varas cíveis da capital, com toda a forma exterior de quem pede a prestação jurisdicional, e requer ao juiz que, em nome do bem coletivo, exonere o Ministro da Fazenda e designe em seu lugar outro cidadão, cujo luminoso curriculum viria anexo. Não é o fato de alguém dirigir-se ao foro que indica, a meu ver, que este alguém esteja pedindo a prestação jurisdicional, e sim o exato teor daquilo que se pede*” (fl. 60 do inteiro teor do acórdão).

¹²¹⁰ Cf. PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Interpretação constitucional e direitos fundamentais: uma contribuição ao estudo das restrições aos direitos fundamentais na perspectiva da teoria dos princípios*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 3 e 53-59, *passim*.

Quando se falou, anteriormente, do Tribunal Constitucional como instituição capaz de concretizar o ideal de razão pública, fez-se um comentário adicional essencial à compreensão do papel das demais instituições políticas segundo uma concepção política razoável de justiça: se a razão pública dá conteúdo à razão prática como defendido por John Rawls, é possível inferir que se inclui na legitimidade discursiva do Tribunal Constitucional, ao utilizar-se do padrão racional de argumentação extraído ideal de razão pública, o devido respeito e consideração em relação à legitimidade e capacidade institucional dos demais Poderes, os quais estão mais próximos do contexto político do ato regulatório judicialmente impugnado e, em regra, têm maior capacidade dinâmica de mensuração dos efeitos sistêmicos, além de contar com equipes técnicas capazes de construir diagnósticos/prognósticos das decisões sobre questões políticas fundamentais.

Em outras palavras, para além de considerações substanciais sobre a proporcionalidade dos atos regulatórios impugnados judicialmente,¹²¹¹ devem ser incluídas no debate judicial as vantagens e as desvantagens institucionais daqueles que contribuíram para a edição de ato regulatório, segundo o modelo político de separação de poderes racionalmente construído para o país, em conformidade com uma perspectiva de diálogo constitucional.¹²¹²

Nesse sentido, espera-se a instauração de um debate circular de ponderação *lato sensu* sobre aspectos institucionais e substanciais do caso que produza os melhores resultados sociais possíveis, vale dizer, não é um debate sequencial, em que a decisão

¹²¹¹ No âmbito da Administração Pública, o Estado constitucional de direito assume a forma de “*Estado das escolhas administrativas legítimas*”, não se admitindo a “*discricionabilidade pura, intátil, sem limites*”, de modo a que se enfrente o “*‘demérito’ ou antijuridicidade das escolhas e políticas públicas, para além do exame adstrito a aspectos meramente formais*”, cf. FREITAS, Juarez. *Discricionabilidade administrativa e o direito fundamental à boa administração pública*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 9. Quanto ao tema, cumpre fazer menção à teoria dos graus de vinculação à juridicidade defendida por Gustavo Binenbojm, em que se estabelecem graus de intensidade do controle da juridicidade dos atos administrativos com base no seu fundamento normativo, que podem ser: (i) regras, (ii) conceitos jurídicos indeterminados e (iii) princípios, cf. BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006, p. 193-238.

¹²¹² As teorias sobre diálogo institucional “*defendem que não deve haver competição ou conflito pela última palavra, mas um diálogo permanente e cooperativo entre instituições que, por meio de suas singulares expertises e contextos decisórios, são parceiros na busca do melhor significado constitucional (...) Separação de poderes, nesse sentido, envolveria circularidade e complementaridade infinitas*” (MENDES, Conrado Hubner. *Direitos fundamentais, separação de poderes e deliberação*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 31).

institucional é, necessariamente, antecedente à avaliação da juridicidade do ato regulatório,¹²¹³ dado o enfoque no diálogo constitucional.

A separação de poderes, que não é um fim em mesmo, enquanto produto contingente do construtivismo político voltado à distribuição eficiente de funções entre instituições estatais para a organização do Estado,¹²¹⁴ não é uma ideia nova,¹²¹⁵ tem caráter fluido e se presta, basicamente, à definição equilibrada e dinâmica de competências entre os Poderes.¹²¹⁶ E o Poder Judiciário não é e não deve ser, na maioria dos casos, o protagonista de políticas públicas e das estratégias regulatórias delas resultantes.¹²¹⁷ Mas por quê?

¹²¹³ Possivelmente, essa é a principal crítica à escola institucionalista clássica, capitaneada por Adrian Vermeule e Cass Sunstein, que preconiza a necessária análise antecedente de qual instituição política é mais apta a decidir determinada questão (questão subordinante) para afirmar a juridicidade de atos regulatórios (questão subordinada). A propósito do assunto, V. SUNSTEIN, Cass; VERMEULE, Adrian. *Interpretations and Institutions*. Chicago: Public Law and Legal Theory Working Paper nº 28, 2002.

¹²¹⁴ Conforme ressalta Conrado Hubner Mendes, “*desenhar instituições é um exercício de balanceamento, de compensações, de trade-offs entre diversos valores que não se realizam por inteiro sem interferir em outro também importante. Seja pelo sopesamento de princípios, seja pela análise mais crua do custo-benefício, deve-se encontrar algum ponto de equilíbrio entre os vários fatores*” (MENDES, Conrado Hubner. *Op. Cit.*, p. 59).

¹²¹⁵ Nas palavras de Ana Paula de Barcellos, “*A ideia básica de distribuir o exercício do poder político entre várias pessoas ou grupos, em vez de mantê-lo concentrado em um só indivíduo, é consideravelmente antiga. Os registros sobre o tema, ainda que indiretos, remontam à teoria da Constituição mista de Aristóteles, posteriormente retomada por Políbrio e Cícero. O percurso histórico sobre o tema passa ainda pela obra de Maquiavel, detendo-se em seguida nos dois autores que se tornaram referências na discussão moderna acerca da separação de poderes: John Locke (1632-1704) e Montesquieu (1689-1755). Por fim, não se pode deixar de mencionar também os escritos de Kant sobre o assunto*” (BARCELLOS, Ana Paula de. *A eficácia jurídica dos princípios constitucionais: O princípio da dignidade da pessoa humana*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 256-257).

¹²¹⁶ Quanto ao ponto é digna da nota a passagem de David Duarte, a seguir transcrita: “*O princípio da separação de poderes continua a ser um dos pontos fundamentais da moderna compreensão da organização estadual, apresentando-se, ainda hoje, como um dos estandartes do Estado constitucional contemporâneo. Em bom rigor, e sem prejuízo das multidiferenciadas proposições constantes das doutrinas originárias – e das distintas fórmulas aplicativas –, a separação de poderes é predominantemente, na actualidade, uma forma de distribuição técnica do trabalho que cabe efectuar à organização política da comunidade, materializando-se, por isso, numa distribuição de funções*”. (DUARTE, David. *Procedimentalização, Participação e Fundamentação: Para uma Concretização do Princípio da Imparcialidade Administrativa como Parâmetro Decisório*. Coimbra: Almedina, 1996, p. 19).

¹²¹⁷ A ideia de que o Poder Judiciário não é protagonista, mas complemento institucional em prol das políticas públicas estruturadas pelos demais poderes é encontrada em RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 242. Em certa medida, as teorias sobre capacidades institucionais representam uma evolução do que a doutrina denomina de “princípio da correção funcional” ou do “princípio da presunção de constitucionalidade das leis e atos normativos”, com vistas a impor um ônus argumentativo forte a quem sustenta uma alegação de inconstitucionalidade. Conforme Cláudio Pereira de Souza Neto e Daniel Sarmiento, “*no constitucionalismo norte-americano, a graduação da presunção de constitucionalidade e do ativismo judicial legítimo é uma característica central da jurisprudência constitucional. A jurisprudência consolidou parâmetros diferentes para o exercício do controle de constitucionalidade, que envolvem graus variáveis de deferência em relação às decisões legislativas ou administrativas. Existe o ‘teste da racionalidade’ (rationality test) caracterizado pela extrema autocontenção judicial, utilizado,*

Porque é possível afirmar que a legitimidade política e a capacidade institucional dos demais poderes em temas dinâmicos, complexos e controversos, o que é o caso notório da regulação financeira sistêmica dos mercados, tende a gerar melhores resultados, o que não significa, por outro lado, uma ausência de controle jurisdicional dos atos regulatórios porventura editados, mas uma deferência *prima facie* à escolha regulatória feita pelo Estado.¹²¹⁸

Se a efetivação da Constituição demanda, em termos institucionais, senso de realidade, segurança jurídica e democracia substancial,¹²¹⁹ a postura institucional do Poder Judiciário deve, conseqüentemente, levar tais aspectos em consideração ao exercer a jurisdição constitucional, com vistas a prestar deferência *prima facie* aos demais poderes no Estado constitucional de Direito, detentores de legitimidade democrática majoritária e estruturas técnicas de concepção e gestão especializada de políticas públicas, salvo quando houver violação evidente a direitos fundamentais ou condições essenciais ao funcionamento adequado da democracia.

Nesse sentido, a pretensão de efetividade constitucional deve considerar não só a mútua relação de conexão e interdependência entre a Constituição e as conseqüências do resultado da interpretação constitucional sobre a realidade econômica subjacente¹²²⁰, mas sua própria capacidade institucional de dar a melhor resposta à situação concreta submetida à jurisdição constitucional em alguns casos, nos quais se tenha sérias dificuldades institucionais em deliberar acerca da realidade fática e normativa e, em

por exemplo, para o controle da regulação das atividades econômicas; o 'teste intermediário' (intermediate test), mais rigoroso do que o primeiro, usado, por exemplo, para controle de possíveis discriminações de gênero; e o teste do escrutínio estrito (strict scrutiny), extremamente rigoroso, em que ocorre praticamente uma inversão na presunção de constitucionalidade do ato normativo", empregado para leis restritivas de direitos fundamentais" (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 459).

¹²¹⁸ Quanto às agências reguladoras, dotadas de flexibilidade decisória e especialização técnica, a opinião de Luis Roberto Barroso é no sentido de que “*a posição do Judiciário deve ser de relativa autocontenção, somente devendo invalidá-las quando não possam resistir aos testes constitucionalmente qualificados (...) no que diz respeito a decisões informadas por critérios técnicos, deverá agir com parcimônia, sob pena de se cair no domínio da incerteza e do subjetivismo*” (BARROSO, Luis Roberto. *Agências Reguladoras, Constituição, Transformações do Estado e Legitimidade Democrática*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 81-82).

¹²¹⁹ BARROSO, Luis Roberto. *A doutrina brasileira da efetividade*. In: *Temas de direito constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar, Tomo III, 2005, p. 71.

¹²²⁰ HESSE, Konrad. *La fuerza normativa de La Constitución*. In: HESSE, Konrad. *Escritos de derecho constitucional*, 1983, p. 64-67.

razão disso, mensurar as consequências resultantes, mormente os efeitos sistêmicos de eventual invalidação do ato regulatório.

Ora, quando se indaga sobre a estratégia regulatória subjacente ao desenho político-institucional inerente à separação de poderes, razões práticas de ordem consequencialista assumem relevância, isto é, apelos genéricos a “*large claims*” constitucionais¹²²¹ sobre direitos fundamentais e democracia, próprios das teorias tradicionais de interpretação constitucional, não resolvem o dilema inicial, qual seja, estabelecer quem irá decidir determinada questão política, por que e quais as razões para a atribuição de responsabilidade decisória prioritária àquela instituição, bem como os efeitos sistêmicos que decorrem dessa decisão de responsabilização institucional no equilíbrio dinâmico entre Poderes.¹²²²

Notadamente, em relação a questões socialmente relevantes que exigem conhecimentos técnicos e agilidade decisória, o Poder Público é provocado a criar instituições funcionalmente capazes de lidar com os dilemas regulatórios. Tais instituições, tal como ocorre no Sistema Financeiro Nacional, possuem quadros de profissionais qualificados e estruturas de execução e acompanhamento das políticas regulatórias, sobretudo para a avaliação dinâmica e eficiente dos impactos regulatórios das decisões tomadas, com a capacidade de produção de análises do custo-benefício de cada um delas segundo os objetivos previamente traçados.

Adicionalmente, todo esse processo deve estar sujeito à prestação pública de contas (*accountability*) para o controle social e democrático da regulação. Essa é a lógica institucional, por sinal, que justifica a criação de agências reguladoras especializadas para setores econômicos importantes.

No contexto contemporâneo complexo e dinâmico, no qual se enquadra a realidade sistêmica dos mercados financeiros, a “pulverização” do direito legislado e a multiplicação de leis setoriais com alto grau de abertura normativa¹²²³ são o resultado inexorável da necessidade de especialização institucional e flexibilidade decisória para

¹²²¹ SUNSTEIN, Cass; VERMEULE, Adrian. *Interpretations and Institutions*. Chicago: Public Law and Legal Theory Working Paper nº 28, 2002, p. 2.

¹²²² Embora o grau de aceitação das teorias sobre capacidades institucionais não seja total, é a melhor diretriz dentre todas as apresentadas, conforme a doutrina majoritária norte-americana. Para maiores detalhes a respeito de diretrizes formalistas, ativistas e institucionalistas de interpretação constitucional no âmbito econômico, v. CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 188 e ss.

¹²²³ Cf. ZAGREBELSKY, Gustavo. *El derecho dúctil. Ley, derechos, justicia*. Trad. Marina Gascón. São Paulo: Lael, 1999, p. 34.

permitir que a Administração Pública Policêntrica, dentro de um espectro funcional amplo de objetivos a cumprir, possa decidir sobre a execução e acompanhamento de políticas públicas com a maior eficiência possível.

Tanto é assim que o Poder Legislativo, em geral, reforça a capacidade institucional das autoridades administrativas regulatórias, outorgando-lhes poderes normativos que são exercidos de acordo com as leis respectivas habilitadoras de competência, conforme amplamente discutido, exercendo supervisão e controle político ulterior indireto sobre os resultados institucionais atingidos.

Sem embargo, o tema das capacidades institucionais também encontra desdobramentos diante da globalização e da existência de organismos internacionais técnicos produtores de *soft law* e de recomendações aos países. A propósito, como a pluralidade de fontes normativas em diversos setores econômicos específicos possui alcance transnacional, somente instituições com conhecimento técnico seriam capazes de compreender, de forma dinâmica, o conteúdo das deliberações internacionais nesses diversos organismos, que podem atuar de forma descoordenada, em concorrência e/ou superposição de objetivos.

Portanto, demonstra-se que as questões acima suscitadas ultrapassam os limites teóricos da dogmática tradicional de interpretação constitucional, impondo-se a construção de parâmetros institucionais de atuação judicial, em que a regra deve ser a deferência institucional *a priori* às escolhas regulatórias dos poderes políticos majoritários, especialmente das agências reguladoras.¹²²⁴

¹²²⁴ O tema sempre foi muito discutido nos Estados Unidos da América. Após a edição do *Administrative Procedure Act* (APA) em 1946, desenvolveu-se, judicialmente, uma *hard-look doctrine*, que servia aos propósitos de “*exigir das agências a demonstração de que as vantagens da regulação justificam as suas desvantagens, ora para invalidar ou devolver para a agências medidas regulatórias que não atendam aos objetivos da lei, ora para exigir melhores explicações da agência acerca de críticas ou comentários feitos por partícipes do processo de consulta pública*” (BINENBOJM, Gustavo. *Agências Reguladoras Independentes e Democracia no Brasil*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 93). Assim, o Poder Judiciário assumia o papel de curador jurídico da racionalidade dos compromissos subjacentes aos processos regulatórios, cf. BINENBOJM, Gustavo. *Op. Cit.*, p. 94. Tal postura institucional do Poder Judiciário norte-americano, muito criticada por asfixiar as políticas regulatórias definidas por instâncias políticas majoritárias, foi atenuada, em intensidade de controle, na década de 1980, a partir do *Chevron case* (*Chevron USA, Inc. v. National Resources Defense Council, Inc.*, 467 U.S. 837 (1984)), no qual se estabeleceu uma regra de deferência no sentido de que “*a menos que o Congresso tenha tratado diretamente da questão analisada, os juízes devem dar deferência à construção que o Executivo fez da legislação que ele é incumbido de aplicar*” (SUNSTEIN, Cass R. *O Constitucionalismo após o The New Deal*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 164-165), com fundamento na legitimidade da supervisão presidencial sobre os processos regulatórios, que, ao contrário dos juízes, detém responsabilidade política direta. Em outras palavras, a decisão de *Chevron case* significou a aceitação judicial da “*delegação de poderes normativos para as agências, mesmo que de forma vaga (‘implícita’), quando tais delegações permitam que as agências façam ‘policy*

Nada obstante, não há dúvidas de que a postura institucional do Poder Judiciário em prestar deferência *prima facie* às escolhas regulatórias dos demais Poderes traz riscos. Conforme já explanado, a eventual apropriação da técnica pelos agentes administrativos decisórios para obter benefícios próprios e os processos de captura pelos regulados são riscos não negligenciáveis. Por outro lado, em termos institucionais, os riscos relacionados a possíveis equívocos do Poder Judiciário em questões dinâmicas, complexas e controversas são altos.

Sinteticamente, o Poder Judiciário apresenta algumas desvantagens institucionais, a saber: (i) o juiz é generalista,¹²²⁵ isto é, sua formação e atuação jurídica profissional, em regra, não é especializada, o que prejudica julgamentos sobre assuntos tecnicamente controversos e complexos, o que traz riscos de subjetivismo na interpretação constitucional com consequências sistêmicas imprevisíveis,¹²²⁶ o que é agravado, em algum grau, pela pressão social por expansão judicial imediata de direitos; (ii) o juiz deve ser provocado e está limitado pela lógica estática do processo,¹²²⁷ que

choices' através de decisões que: (i) visem resolver 'competing interests', (ii) não sejam 'arbitrary, capricious, ou manifestly contrary to the statute', e (iii) desde que o escopo da competência esteja fixado e os poderes regulatórios ofereçam adequada proteção procedimental" (CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 102). Em sentido similar, Cass Sunstein, a despeito de considerar que o significado desse *leading case* não é claro e que abordagens pró-deferência, de forma genérica e ampla, não são aceitáveis, sustenta uma *hard-look doctrine* moderada deferente *prima facie* à capacidade técnica institucional (*Ibid.*, p. 165-169), vale dizer, uma certa dose de ativismo judicial seria necessária e, inclusive, os juízes podem se valer de *experts* ou *amici curiae* para orientá-los, cf. CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 213. Em síntese, “*nos países anglo-saxónicos, e particularmente nos EUA, a questão de deferência judicial (self restraint) perante as decisões das agências decorre de um entendimento menos rígido que o continental da teoria da separação dos poderes. A doutrina aceita o facto de o Congresso, de forma mais ou menos expressa, criar nos estatutos legais das agências (statutes) uma ampla margem de liberdade normativa e interpretativa no que respeita aos standards decisórios e quanto à resolução de controvérsias ou selecção de procedimentos de actuação*” (CATARINO, Luis Guilherme. *Op. Cit.*, p. 343).

¹²²⁵ Essa circunstância é especialmente relevante nos processos individuais (microjustiça), julgados por um único juiz.

¹²²⁶ Os marcos regulatórios, enquanto estruturas normativas de setores econômicos específicos, são definidos em termos globais, de modo que qualquer mudança afeta a regulação como um todo. Uma decisão judicial aparentemente pontual pode, nesse sentido, desestabilizar todo o marco regulatório, cf. RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 241.

¹²²⁷ Quanto às limitações pertinentes à dinâmica dos processos judiciais para lidar com questões complexas próprias de políticas públicas de natureza distributiva e multilateral, Cláudio Pereira de Souza Neto e Daniel Sarmento fazem as seguintes considerações, *in verbis*: “*Para equacionar conflitos desta natureza, a tomada de boas decisões pressupõe a capacidade do agente de formar uma adequada visão de conjunto, o que é muito difícil de se conseguir no âmbito da jurisdição. Essa, com os prazos, formalidades e limitações a que se sujeita, está longe de ser o ambiente mais propício para isso, por não proporcionar pleno acesso à gama de informações, dados e pontos de vista existentes sobre aspectos controvertidos, nem possibilitar a participação de todos os agentes que têm algo a ganhar ou a perder. Na verdade, o processo judicial tende a gerar uma 'visão de túnel', em que diversos elementos*

está limitado às partes - embora haja algumas atenuações processuais hoje em dia a isso e o *amicus curiae* seja um bom exemplo -, o que pode gerar problemas sistêmicos na medida em que atos regulatórios importantes estão conectados a múltiplas dimensões políticas em termos macroeconômicos, além de o processo judicial ser estático quanto ao seu resultado, eis que o Poder Judiciário não tem o dever institucional, em regra, de acompanhar as consequências sistêmicas de suas decisões, gerando o risco de “ossificação” dos processos regulatórios;¹²²⁸ (iii) o processo judicial é, notoriamente, muito mais lento se comparado com os processos regulatórios, o que gera um descasamento temporal entre a produção de eficácia do ato regulatório e o julgamento definitivo do caso, o que tensiona, por sinal, a provocação judicial de pedidos liminares em quase todos os casos; (iv) o juiz, em comparação com os demais Poderes, tem uma estrutura técnica precária para auxiliá-lo, na qual, em regra, a força de um laudo pericial de um único perito será confrontada com atos regulatórios respaldados por equipes técnicas qualificadas;¹²²⁹ e (v) a lógica de participação processual, se comparada, por exemplo, com processos legislativos regulatórios, é menos inclusiva,¹²³⁰ vale dizer, deve-se lidar com o fato de que os juízes não têm responsabilidade política e não há controle social dos resultados judiciais.¹²³¹

importantes para uma decisão bem informada tendem a ser eliminados do cenário, enquanto o foco se centra sobre outros – não necessariamente os mais relevantes. É claro que este déficit pode e deve ser atenuado com a adoção de medidas como a realização de audiências públicas e perícias, a admissão de amici curiae etc. Ainda assim, para muitas questões que hoje são judicializadas, as ações judiciais permanecem sendo uma via deficiente” (SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 434).

¹²²⁸ Segundo Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, “políticas públicas são intrinsecamente escolhas, ou melhor, processos de escolhas para realizar objetivos governamentais. Juízes podem ter visões particulares a respeito dessas escolhas, o que gera o risco de ossificação da edição de novas regulações (esse risco é o mesmo para legislações primárias), tendo em vista a probabilidade de litígio” (RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 245), além da maior capacidade institucional dos demais poderes em planejar e acompanhar o resultado dos processos regulatórios. Por fim, não se pode perder de vista que a lógica “não sistêmica” do processo judicial produz, frise-se, uma “visão de túnel”, pois as partes manipulam dados e informações relevantes a seu favor, resultando, tendencialmente, na limitação cognitiva de julgamento pelos juízes sobre todas as consequências e alternativas plausíveis, além das dificuldades próprias de deliberação judicial em votações colegiadas, que ocorre sem qualquer padronização institucional no Brasil, atualmente. V. RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 246.

¹²²⁹ Cf. SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 433.

¹²³⁰ No âmbito do Poder Legislativo, a lógica de decisão se dá pela formação majoritária de consensos, enquanto resultado institucional de um processo relativamente mais fácil e amplo de participação com condições razoavelmente igualitárias, cf. FONTE, Felipe de Melo. *Op. Cit.*, p. 173-177, *passim*.

¹²³¹ A propósito, Stephen Breyer traz razões importantes para fundamentar as desvantagens institucionais do Poder Judiciário para decidir sobre questões técnicas complexas. Embora sua abordagem seja

No entanto, o Poder Judiciário cumpre função essencial no Estado constitucional de direito, qual seja, a de proteger a eficácia dos direitos fundamentais e as condições adequadas ao exercício da democracia. Como compatibilizar essa função sem ir de encontro à legitimidade e a capacidade institucional dos demais Poderes, justificando, assim, o ativismo judicial no caso concreto?

Quanto ao tema, a despeito de intensas controvérsias, pode-se dizer que a utilização da “máxima da proporcionalidade”,¹²³² ou, simplesmente, a proporcionalidade, foi consagrada como o critério mais eficiente de análise substancial do atos regulatórios pelo Poder Judiciário através do método da ponderação, apto, inclusive, a servir de meio de inserção de elementos econômicos na interpretação constitucional, assemelhando-se, por isso, a uma análise de custo-benefício de atos regulatórios do Poder Público.¹²³³

favorável a um maior ativismo judicial em matéria econômica, vale a pena mencionar as razões trazidas pelo autor supracitado, que dizem respeito à deficiência de capacidade institucional do Poder Judiciário: (i) os juízes são generalistas, ou seja, não são, necessariamente, especialistas; (ii) quando um juiz, por algum motivo, é especialista, há uma limitação institucional relativa em prestar deferência à posição desse por algum outro juiz, eis que a *expertise* não é determinante para a decisão; (iii) a limitação de tempo dos juízes para decidir questões complexas torna difícil a tarefa de dissentir, além de a maioria dos juízes tender a resistir à mudança institucional de entendimentos; e (iv) questões importantes podem ser consideradas secundárias, passando despercebidas do debate. V. BREYER, Stephen. *Economic Reasoning and Judicial Review*. Washington, DC: AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, 2004, p. 3-4. Por sua vez, Daniel Sarmento afirma que as principais dificuldades institucionais do Poder Judiciário brasileiro são as seguintes: (i) o excesso de trabalho gerado pela jurisdição de massa no Brasil; (ii) falta de conhecimento técnico dos juízes sobre questões extrajurídicas; e (iii) a lógica do processo judicial, cf. SARMENTO, Daniel. *Interpretação Constitucional, Pré-compreensão e Capacidades Institucionais do Intérprete*. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel; BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Vinte Anos da Constituição Federal de 1988*. Lumen Juris, 2009, p. 318-321.

¹²³² O uso da “máxima da proporcionalidade” se deve à influência de Robert Alexy, conforme explicado na Introdução, tomada como sinônimo para a razoabilidade, independentemente da categorização da proporcionalidade como regra, princípio ou postulado normativo aplicativo. Não obstante, é possível aderir, em termos mais práticos, à posição de Jane Reis Pereira Gonçalves sobre o tema, *in verbis*: “A possibilidade ou não de tratar os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade como noções equivalentes é controversa. Sem embargo, há consenso no sentido de que ambos estão vinculados à ideia de justiça material, de moderação e racionalidade, servindo como parâmetro de aferição da legitimidade constitucional dos atos administrativos, das decisões judiciais e das leis” (PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 312).

¹²³³ Conforme Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo, há uma semelhança muito grande entre as características fundamentais das análises de custo-benefício e os propósitos dogmáticos relativos à proporcionalidade, a partir dos quais elementos econômicos podem ser inseridos na atividade de interpretação jurídica. Diz o citado estudioso que “adequação, necessidade e proporcionalidade em sentido estrito permitem a introdução de elementos econômicos na análise jurídica. É desnecessário cair em detalhes, mas a alocação racional entre medida e objetivo regulatório (adequação), além da descrição das alternativas viáveis para se verificar qual delas é a menos restritiva (necessidade), constituem etapas preliminares de qualquer análise de custo e benefício. Embora a doutrina brasileira ainda não tenha visto dessa forma, uma das possíveis maneiras de se interpretar a proporcionalidade em sentido estrito seria justamente o resultado líquido de uma escolha regulatória, o que representa a alma de qualquer relatório de impacto regulatório” (RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Op. Cit.*, p. 239).

Basicamente, a ponderação pelo recurso à proporcionalidade é concretizada mediante a aplicação de três vetores de análise, que dizem sobre: (i) a adequação do ato regulatório aos fins pretendidos; (ii) a necessidade de edição do ato regulatório, medida pelos benefícios e custos das alternativas disponíveis e plausíveis, que possam ser menos onerosas aos direitos fundamentais e aspectos democráticos envolvidos; e (iii) a proporcionalidade em sentido estrito, cujo objeto é a mensuração líquida das vantagens e desvantagens decorrentes do ato regulatório.

Segundo já ressaltado, a grande limitação do Poder Judiciário, no âmbito da jurisdição constitucional, é a consideração simultânea de suas próprias desvantagens institucionais e das capacidades institucionais dos demais poderes em avaliar questões extrajurídicas e efeitos sistêmicos.¹²³⁴ Mas tais fatores prejudicam a aplicação judicial da proporcionalidade na interpretação constitucional? Segundo a perspectiva do diálogo constitucional, a resposta é negativa.

O Poder Judiciário possui vantagens deliberativas muito importantes no Estado democrático de direito. Proteger a eficácia dos direitos fundamentais e a democracia demanda imparcialidade e independência funcional para justificar, de forma racional, qual o sentido e o alcance razoável dos direitos essenciais à sociedade democrática constitucional.

Dá ser o Tribunal constitucional a instância propícia à concretização do ideal de razão pública, o que lhe confere legitimidade democrática na medida em que deve atuar de forma motivada, segundo o critério da reciprocidade, em prol dos cidadãos livres e iguais, nos casos de abusos e desvios pelos demais Poderes.

A propósito, é importante destacar algumas desvantagens institucionais, a saber: (i) os atos legislativos, embora possam estar acompanhados de exposição de motivos, não estão sujeitos ao ônus da motivação pública; (ii) os resultados do processo legislativo nem sempre coincidem com a vontade dos cidadãos, pois os representantes políticos, ao assumirem a titularidade de mandatos, descolam-se relativamente da vontade popular e são capazes de perseguir interesses próprios, de forma obscura ou não; (iii) as minorias, simplesmente, podem ser excluídas de deliberações importantes mediante acordos políticos majoritários que não atendem ao critério da reciprocidade; (iv) nem sempre os políticos, burocratas e técnicos oficiais estão alinhados com a

¹²³⁴ CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 214.

normatividade constitucional; e (v) a existência de riscos de captura ou a busca de interesses privados (*rent-seeking*), de modo geral, a partir da regulação.

Logo, se a legitimidade do Direito é essencial na sociedade democrática constitucional, o Poder Judiciário pode contribuir para o aperfeiçoamento dos processos regulatórios, à luz do método da ponderação pelo recurso à proporcionalidade.

Conforme afirma Jane Reis Gonçalves Pereira, “a Constituição de 1988, como diversas outras Cartas, nada diz sobre a possibilidade de sopesar os bens por ela protegidos”,¹²³⁵ vale dizer, o método da ponderação não está expresso em nenhuma Constituição, mas se mostra necessário diante da multiplicidade de direitos fundamentais protegidos constitucionalmente, cuja colisão normativa pode ocorrer em questões mais controvertidas, próprias de pluralidade social em um contexto democrático.¹²³⁶

À evidência, o advento da Constituição brasileira de 1988 e a consagração das teorias dos princípios geraram uma grande euforia dogmática no Brasil. Segundo enfatiza Ana Paula de Barcellos, “embora o direito sempre tenha convivido com a questão das antinomias, nunca se falou tanto de colisões normativas e necessidade de ponderação como nas últimas décadas”.¹²³⁷ Mas o que é a ponderação?

Em sentido amplo, a ponderação é uma técnica de resolução de antinomias normativas, isto é, ponderação e subsunção não se opõem quanto ao objetivo principal. No entanto, metodologicamente, entende-se que a ponderação é um método complementar ou alternativo à subsunção para casos difíceis, que são identificados quando os métodos clássicos de interpretação para resolver antinomias não são

¹²³⁵ PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 215.

¹²³⁶ Nesse sentido, a tarefa de interpretação constitucional se torna mais difícil, especialmente intensificada pela técnica legislativa de prescrição de “conceitos jurídicos indeterminados” ou “cláusulas abertas”. Esse é o desafio a ser enfrentado no contexto plural democrático, pois “*o mesmo texto constitucional consagra valores diferentes, opções e interesses políticos diversos e diretos que, em vários de seus desenvolvimentos, poderão se chocar reciprocamente. Essa pluralidade exigirá do intérprete um esforço todo especial – e também técnicas próprias – a fim de preservar cada uma das disposições envolvidas, definir-lhes os contornos e manter a unidade da Constituição*” (BARCELLOS, Ana Paula de. *Ponderação, racionalidade e atividade jurisdicional*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 10-11).

¹²³⁷ BARCELLOS, Ana Paula de. *Op. Cit.*, p. 6.

suficientes.¹²³⁸ No Brasil, entende-se que o fundamento da proporcionalidade é a cláusula do devido processo legal e o Estado de Direito.¹²³⁹

A ideia essencial do método de ponderação pela proporcionalidade, de matriz alemã, surgiu na segunda metade do século XX no contexto do advento do pós-positivismo, da atribuição de força normativa à Constituição e da ascensão do Poder Judiciário como instituição de controle dos atos abusivos praticados pelos poderes políticos majoritários, a fim de proteger a higidez do sistema de direitos fundamentais e da democracia, enquanto reforço de juridicidade para além da reserva de lei formal.

Em outras palavras, sem prejuízo da necessidade de fundamentação legal e/ou constitucional formal da ação do Estado, que serve de limite à atuação regulatória estatal, há um outro limite dogmático adicional de índole material pautado na proporcionalidade, do qual se extrai a legitimidade de agir no caso de restrições estatais a direitos fundamentais e à democracia, quando “limite dos limites”, o que significa um “recurso à ideia de que a atividade limitadora do Estado deve ser, também, uma atividade limitada”.¹²⁴⁰

Assim, no caso da regulação financeira sistêmica dos mercados, além da fundamentação constitucional e da verificação dos limites políticos de autorização legal para agir concedidos pelo legislador, o que não é fácil em razão das diversas “cláusulas gerais” e “conceitos jurídicos indeterminados” empregados nessas leis habilitadoras de competência, deve-se apurar a proporcionalidade dos atos das autoridades regulatórias financeiras com base na adequação, necessidade e proporcionalidade em sentido estrito da restrição regulatória a ser analisada.

A análise da adequação da restrição regulatória tem conteúdo fático, empírico e finalístico, com o propósito de avaliar se o meio escolhido é idôneo à finalidade

¹²³⁸ Cf. BARCELLOS, Ana Paula de. *Op. Cit.*, p. 119. No mesmo sentido: PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 289-290.

¹²³⁹ PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 321.

¹²⁴⁰ PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 297. O surgimento da expressão “limite dos limites” é assim descrito, *in verbis*: “a expressão *limites dos limites*, que se difundiu na dogmática germânica sob a égide da Lei Fundamental de Bonn, visa a designar os diversos obstáculos normativos que restringem a possibilidade de o poder público limitar os direitos fundamentais. Tal locução originou-se de uma conhecida conferência sobre os limites dos direitos fundamentais proferida por Karl August Betterman, na sociedade jurídica de Berlim, em 1964. Segundo Betterman, as limitações aos direitos fundamentais, para serem legítimas, devem atender a um conjunto de condições materiais e formais estabelecidas na Constituição, que são os limites dos limites dos direitos fundamentais. Consoante seu pensamento, as condições mais importantes estabelecidas na Lei Fundamental são a garantia do conteúdo essencial (art. 19, 2) e a dignidade da pessoa humana (art. 1, 1), sendo também relevante o imperativo de que todas as limitações aos direitos fundamentais devem objetivar a promoção do bem comum” (*Ibid.*, p. 298).

pretendida. A despeito de alguma divergência, tem prevalecido o entendimento doutrinário, com tendência de adesão nas Cortes Constitucionais, no sentido de que se deve adotar uma concepção fraca de idoneidade,¹²⁴¹ o que mostra deferência à capacidade institucional de avaliação empírica e técnica subjacente à decisão regulatória, justificadora da edição do ato regulatório.

Nesse sentido, o parâmetro de adequação deve seguir uma “lógica de evidência”, que consiste na autorização para invalidação judicial de atos regulatórios somente quando o meio escolhido é manifestamente inapto a atingir a finalidade pretendida, dispondo o legislador e as autoridades reguladoras da Administração Pública de certa “margem de livre apreciação” para definir qual a medida mais idônea.¹²⁴²

Em seguida, a aferição judicial da necessidade do ato regulatório, que também tem natureza fática, empírica e finalística, tem por objeto avaliar se há outros meios alternativos menos onerosos com igual ou maior eficácia para o alcance do fim pretendido. Como essa avaliação é complexa na medida em que a afirmação de menor onerosidade exige, a rigor, *expertise* técnica, aplica-se, igualmente, um juízo de evidência, pois os demais poderes têm maiores capacidades institucionais para efetuar tal avaliação,¹²⁴³ ainda que seja possível o recurso a peritos judiciais, audiências públicas e *amici curiae*.

Por fim, a proporcionalidade em sentido estrito, enquanto categoria jurídica que define a estrutura normativa da ponderação, volta-se à organização racional da argumentação discursiva do método. A partir dela, opera-se: (i) a identificação da intensidade de restrições a direitos fundamentais; (ii) a afirmação da importância da eficácia de normas constitucionais potencialmente colidentes no caso; e (iii) a análise

¹²⁴¹ Cf. PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 329-330. No mesmo sentido: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 472-473.

¹²⁴² A síntese do ponto ora abordado é a seguinte, *in verbis*: “o controle judicial do requisito da idoneidade deve pautar-se por uma ‘lógica de evidência’, isto é, os Tribunais devem invalidar decisões legislativas apenas naqueles casos em que se revelem manifestamente inadequadas para a obtenção dos fins colimados. De acordo com a maior parte da jurisprudência constitucional e da doutrina, o legislador democrático deve dispor de uma margem de apreciação quando se trata de determinar se uma medida é adequada. Nos casos em que a verificação da idoneidade da medida restritiva está relacionada com prognósticos feitos pelo legislador, o princípio democrático impõe que o Judiciário só venha a desconstituir as decisões legislativas quando o conhecimento técnico-empírico vigente permita afirmar com total segurança que o meio é inapto para implementar o fim” (PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 331).

¹²⁴³ PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 339-342.

das razões que fundamentam as restrições geradas pela eficácia do ato regulatório.¹²⁴⁴ Aqui também há uma margem de apreciação - agora normativa - em favor dos poderes políticos majoritários, mormente porque assuntos controversos e complexos são uma realidade nas sociedades democráticas constitucionais e decisões precisam ser tomadas sobre as questões políticas fundamentais com base no princípio majoritário.

Posto isso, é bom frisar que a proporcionalidade não é uma autorização geral para o ativismo judicial. A proporcionalidade deve ser integrada ao ideal de razão pública e compatibilizada com a razão prática, de modo que a fundamentação pública da decisão judicial, racionalmente externada pela argumentação jurídica, deve considerar aspectos institucionais e materiais, que outorgam margem empírica e normativa de atuação *prima facie* aos poderes políticos majoritários para implementar processos regulatórios.

Sem embargo da possibilidade de auxílio judicial por peritos, audiências públicas e *amici curiae*, a separação de poderes e a democracia impõem relativa deferência institucional às escolhas regulatórias majoritárias, assumindo o Poder Judiciário o papel de depurador dos atos e processos regulatórios, em que a proporcionalidade assume relevância para identificar inconsistências, abusos ou desvios claros na condução das políticas regulatórias.

Nesse sentido, a proporcionalidade, como parâmetro material de atuação jurisdicional, terá por foco de análise a repercussão de eficácia do ato ou processo regulatório sobre o conteúdo mínimo dos direitos fundamentais e/ou a garantia do direito essencial de participação democrática nas políticas regulatórias.¹²⁴⁵

Em suma, tomando-se em consideração a relatividade e contingência das inúmeras opções políticas possíveis no âmbito econômico, as escolhas regulatórias devem, em regra, ser privilegiadas quando não afetam, significativamente, os direitos fundamentais ou as condições para o exercício substancial da democracia,¹²⁴⁶ com a

¹²⁴⁴ PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 346.

¹²⁴⁵ BARCELLOS, Ana Paula de. *Constitucionalização das políticas públicas em matéria de direitos fundamentais: o controle político-social e o controle jurídico no espaço democrático*. Revista de Direito do Estado, nº 7, 2006, p. 26.

¹²⁴⁶ Trata-se de uma solução *a contrario sensu*, o que facilita a argumentação institucionalista com base na razão prática, vale dizer, se não há risco evidente à eficácia de direitos fundamentais ou violação a condições para o funcionamento adequado da democracia, os órgãos integrantes da jurisdição constitucional devem “*acatar as escolhas legítimas feitas pelo legislador, assim como ser deferentes com o exercício razoável de discricionariedade pelo administrador, abstendo-se de sobrepor-lhes sua própria valoração política por razões ligadas à legitimidade democrática, como também em atenção às*

adoção preferencial de uma postura minimalista¹²⁴⁷ e contingente no âmbito da jurisdição constitucional, já que discussões sobre atos regulatórios com repercussão sistêmica, em regra, são específicas de cada caso (*case-by-case approach*).

Em outras palavras, a atuação judicial se submete ao ônus da competência e ao ônus do regulador¹²⁴⁸ na hipótese de decisão pela invalidação do ato regulatório, isto é, além de considerar os elementos institucionais na interpretação constitucional, o órgão jurisdicional deve “formular de modo explícito a regra geral que se vai aplicar, justificando-a com a análise profunda das alternativas existentes, de seus custos e, ainda, de seus possíveis efeitos positivos e negativos”,¹²⁴⁹ respectivamente.

Ou seja, além do respeito e consideração institucional em relação aos demais Poderes (ônus da competência),¹²⁵⁰ o ônus do regulador torna absolutamente ilegítimas decisões judiciais genéricas de invalidação de atos regulatórios, principalmente se fundadas em alegações vagas sobre a eficácia de “textos indeterminados” ou princípios.

Mesmo que a proporcionalidade possibilite algum grau de intervenção judicial quanto ao controle de arbitrariedades dos demais poderes, o Poder Judiciário “não é o Legislativo nem a Administração, e não pode substituí-los em tudo”¹²⁵¹ e, em razão disso, o uso substantivo da proporcionalidade pelo Poder Judiciário é acompanhado por um ônus argumentativo forte quanto à análise empírica e normativa dos impactos regulatórios da decisão judicial, preferencialmente a partir da apresentação de

capacidades institucionais dos órgãos judiciários e sua impossibilidade de prever e administrar os efeitos sistêmicos das decisões proferidas em casos individuais” (BARROSO, Luis Roberto. *Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo*. Revista Jurídica da Presidência, n° 96, 2010, p. 16).

¹²⁴⁷ Com fundamento na doutrina do minimalismo decisório, é possível sustentar que “o *minimalismo decisório (decisional minimalism)* possui dois atrativos principais: em primeiro lugar, diminui a dificuldade na tomada de uma decisão colegiada em questões polêmicas, deixando-as, justamente, em aberto, tornando desnecessário obter sempre um amplo acordo sobre todas as questões difíceis em debate. Em segundo lugar, o minimalismo é capaz de reduzir a frequência dos erros judiciais, tornando-os, ainda, menos danosos” (SILVA, Alexandre Garrido da. *Minimalismo, democracia e expertise: o Supremo Tribunal Federal diante de questões políticas e científicas complexas*. Revista de Direito de Estado, n° 12, 2009, p. 115).

¹²⁴⁸ SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 61.

¹²⁴⁹ SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 61.

¹²⁵⁰ Quanto ao ônus da competência, “é preciso que o juiz reflita e decida expressamente sobre o problema preliminar de sua legitimação, examinando, inclusive, as possíveis consequências negativas e positivas de sua intervenção na matéria, em lugar do legislador ou do administrador” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 75).

¹²⁵¹ SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 72.

diagnósticos e prognósticos econômicos prováveis sobre as consequências sistêmicas da decisão.¹²⁵²

Agindo dessa forma, o Poder Judiciário torna-se um agente virtuoso de reforço e estímulo ao progresso dos processos regulatórios. Assim, espera-se que o controle judicial estimule a transparência, a justificação e a participação social na regulação em benefício de todos, a fim de racionalizar projetos eficientes e inclusivos de gestão das políticas regulatórias (*accountability*).¹²⁵³

Pois bem, voltadas as atenções ao ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo, já se mencionou que os mercados financeiros, dinâmicos e complexos, são objeto de intensa controvérsia moral, política e dogmática no que tange aos processos regulatórios. Posteriormente, evidenciou-se que crises financeiras podem ser geradas por diversos aspectos sociais, cujas razões, mutuamente interativas, podem se referir a questões de ordem política, de incentivos, econômicas ou técnicas.

Por isso, fez-se uso do marco político-filosófico de John Rawls para demonstrar que a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo é questão de justiça básica que pede a aplicação do ideal de razão pública, sendo certo que tal ideal é concretizado quando o desenho político-institucional regulatório se mostra eficiente a coordenar esforços transparentes para evitar distorções nos processos alocativos e distributivos de recursos sociais, o que demanda conhecimentos técnicos específicos, geralmente atribuídos pelo Poder Legislativo a autoridades financeiras reguladoras detentoras de capacidade normativa de conjuntura econômica para lidar com os mercados financeiros.

À evidência, quando interesses específicos não são atendidos no âmbito da regulação financeira sistêmica, é natural e provável que as pretensões materiais subjacentes sejam levadas à apreciação judicial, sobretudo em face de um sistema brasileiro de amplo acesso à jurisdição constitucional.

¹²⁵² A sujeição ao ônus de argumentação forte quanto à aplicação dos princípios serve, principalmente, para provocar uma autoreflexão judicial (os juízes não podem ficar “nas nuvens”) sobre o seu efetivo papel institucional *vis-à-vis* a difícil tarefa de regulação sistêmica, além de forçar uma análise judicial técnica, consequencialista e realista de suas decisões. Conforme Carlos Ari Sundfeld, “é preciso que o Judiciário, transformado em regulador, comporte-se como tal, com todos os ônus que isso envolve” (SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 84).

¹²⁵³ BARCELLOS, Ana Paula de. *Constitucionalização das políticas públicas em matéria de direitos fundamentais: o controle político-social e o controle jurídico no espaço democrático*. Revista de Direito do Estado, n° 7, 2006, p. 36-45, *passim*.

Ademais, a jurisdição constitucional poderá ser provocada como “ferramenta de luta política”¹²⁵⁴ em prol de “grupos sociais que dificilmente teriam acesso adequado ao sistema político, mas que podem inserir suas pretensões no debate público a partir da arena judicial”,¹²⁵⁵ bem como grupos políticos de oposição ou vencidos no âmbito do processo político majoritário.

Isto é, o Poder Judiciário poderá ser submetido a testes de capacidade institucional de deliberação sobre o tema. Desse modo, se a credibilidade pública em apresentar razões discursivas adequadas é a missão institucional do Poder Judiciário, a jurisdição constitucional, notadamente o Supremo Tribunal Federal, deve estar preparado para isso, em prol dos direitos fundamentais e da democracia.

Dito tudo isso, passo à enunciação dos parâmetros institucionais e materiais de atuação judicial.¹²⁵⁶ À evidência, uma importante observação é a de que nenhum dos parâmetros possui supremacia hierárquica sobre os demais e todos se comunicam, em prol do diálogo constitucional e da separação de poderes.

Os parâmetros são os seguintes: (i) a atuação regulatória do Poder Legislativo e das autoridades financeiras regulatórias deve receber deferência institucional *prima facie* pelo Poder Judiciário, autorizada a intervenção judicial, com base em uma concepção fraca de proporcionalidade impositiva de um ônus argumentativo forte de justificação, amparada por razões públicas, somente quando houver violação flagrante, por ação ou omissão, a direitos fundamentais ou condições necessárias ao exercício adequado da democracia, sendo fatores relevantes de decisão: (i.1) a complexidade técnica da matéria e a capacidade institucional de avaliação dos efeitos sistêmicos do

¹²⁵⁴ O uso do Poder Judiciário pode ser subvertido pelas minorias, enquanto estratégia de deslocamento institucional de questões políticas em relação às quais são ou serão vencidos, a fim de: (i) dificultar o estabelecimento e a execução de projetos regulatórios; (ii) manipular os meios públicos de comunicação de massa; ou (iii) para negociar benefícios políticos em troca. Ou seja, os Tribunais devem estar preparados para esse fenômeno, já que podem haver tentativas de uso do Poder Judiciário como instrumento de barganha política por “grupos que não conseguem um papel preponderante na via legislativa ou administrativa de criação da autoridade ou da execução da regulação, para alterar ou paralisar políticas com as quais não concordam ou como meio de negociar com a autoridade uma solução com a qual consigam viver” (CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010, p. 345).

¹²⁵⁵ MENDONÇA, Eduardo. *A constitucionalização da política: entre o inevitável e o excessivo*. Revista da Faculdade de Direito da UERJ, nº 18, edição eletrônica, 2010, p. 9.

¹²⁵⁶ A ideia de construção de parâmetros segue, em linhas gerais, os *standards* formulados em CYRINO, André Rodrigues. *Op. Cit.*, p. 307-310, e SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 460-523, *passim*.

ato regulatório editado pela respectiva instituição; (i.2) o grau inclusivo de participação política e/ou social no procedimento normativo cujo resultado é o ato regulatório impugnado; (i.3) o nível de consistência ou sustentabilidade empírica e normativa subjacente à motivação do ato regulatório, com maior grau de deferência se houver estudo prévio e/ou posterior de impacto regulatório destinado a avaliar, de forma dinâmica, as consequências geradas pela regulação; e (i.4) o grau de adesão percebido no conteúdo do ato regulatório impugnado ao *soft law* ou a recomendações internacionais; (ii) a preferência pela construção de soluções *ex ante* e *ex post* baseadas no diálogo constitucional, com prioridade para estratégias judiciais decisórias prospectivas e maleáveis ao longo do tempo, já que decisões no âmbito da regulação financeira sistêmica estão fortemente presas à conjuntura econômica, sobretudo no momento da prática do ato regulatório impugnado; e (iii) uma preferência deliberativa *prima facie* de órgãos judiciais colegiados, em processos coletivos ou de controle concentrado de constitucionalidade, onde as consequências sistêmicas das decisões são levadas à apreciação em um ambiente plural de macrojustiça.

A propósito do primeiro parâmetro, muito já foi dito anteriormente, cabendo complementar que a especialização funcional e a credibilidade pública das instituições regulatórias financeiras pode ser submetida a testes judiciais, onde a tecnicidade e a complexidade da regulação financeira sistêmica será confrontada com o sistema de direitos fundamentais e os valores substanciais da democracia da Constituição brasileira de 1988 segundo o ideal de razão pública, o que exige dos reguladores a apresentação justificada de todos os aspectos relacionados à elaboração do ato regulatório impugnado, sem prejuízo de considerações sobre: (i) os estudos técnicos realizados para sustentar a política regulatória; (ii) a participação política e social no processo regulatório; (iii) a sustentabilidade dos motivos geradores da regulação; e (iv) se as razões da edição do ato regulatório estão fundamentadas em razões que transcendem a lógica da soberania nacional, por constarem de diretrizes internacionais consensualmente firmadas, em organismos internacionais dos quais o Brasil integra.

O segundo parâmetro, de natureza dialógica e procedimental, influencia o processo judicial de decisão de forma *ex ante* e *post*. Quanto à eficácia *ex ante*, o Poder Judiciário pode se valer do recurso amplo à oitiva das autoridades reguladoras financeiras, designação de audiências públicas e peritos, bem como a permissão de intervenção de *amici curiae*, a fim de reunir subsídios e elementos de informação aptos

a uma devida justificação da decisão judicial a ser tomada, o que reforça, substancialmente, a legitimidade da atuação jurisdicional.

No que diz à eficácia *ex post*, estritamente ligada à sua eficácia temporal, espera-se que haja uma preferência *prima facie* por decisões prospectivas. A propósito, sabe-se que tal postura consiste em uma flexibilização do dogma tradicional da eficácia retroativa de uma decisão judicial de invalidação de ato jurídico, que assume relevância no controle de constitucionalidade na medida em que a regra é a eficácia *ex tunc* da declaração de inconstitucionalidade.

Quanto ao ponto, segundo entendimento doutrinário e jurisprudencial majoritário,¹²⁵⁷ sustenta-se a ideia de que a declaração de inconstitucionalidade é hipótese de nulidade *ex tunc* e traduz princípio constitucional implícito fundamentado na supremacia da Constituição, “embora não haja na Constituição Federal nenhum dispositivo atribuindo expressamente eficácia *ex tunc* às decisões proferidas no controle jurisdicional de constitucionalidade das leis”.¹²⁵⁸

No entanto, a experiência histórica dos Tribunais constitucionais demonstrou que a percepção do fenômeno da juridicidade constitucional é problemática, eis que a “eliminação retroativa de normas vigentes no ordenamento pode gerar situações de verdadeiro ‘caos’ jurídico ou de injustiça flagrante, ocasionando tremenda insegurança para aqueles que pautaram seus atos pelo lei inconstitucional”,¹²⁵⁹ com potencial para gerar situações de instabilidade ou injustiça.

¹²⁵⁷ Gilmar Ferreira Mendes compartilha do entendimento e faz as seguintes considerações, *in verbis*: “O dogma da nulidade da lei inconstitucional pertence à tradição do Direito brasileiro. A teoria da nulidade tem sido sustentada por praticamente todos os nossos importantes constitucionalistas. Fundada na antiga doutrina americana, segundo a qual ‘the unconstitutional statute is not law at all’, significativa parcela da doutrina brasileira posicionou-se em favor da equiparação entre inconstitucionalidade e nulidade. Afirmava-se, em favor dessa tese, que o reconhecimento de qualquer efeito a uma lei inconstitucional importaria na suspensão provisória ou parcial da Constituição” (MENDES, Gilmar Ferreira; COELHO, Inocêncio Mártires; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. *Curso de Direito Constitucional*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 1296-1297).

¹²⁵⁸ SARMENTO, Daniel. *A Eficácia Temporal das Decisões no Controle de Constitucionalidade*. In: SARMENTO, Daniel. (org.). *O Controle de Constitucionalidade e a Lei 9.868/99*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2001, p. 101.

¹²⁵⁹ SARMENTO, Daniel. *Op. Cit.*, p. 103. Assim, “nada obsta que a inconstitucionalidade de uma norma jurídica só seja reconhecida muitos anos depois da sua edição, após a consolidação de um número de relações jurídicas constituídas sob a sua égide. Nestes casos, a supressão retroativa da lei contrária à Constituição pode acarretar tremendas injustiças, lesionando outros interesses e valores também tutelados pela ordem constitucional” (*Ibid.*, p. 103). Nos Estados Unidos, no *leading case* sobre o tema, qual seja, *Likletter v. Walker*, firmou-se o entendimento de que a questão da eficácia temporal dos efeitos da declaração de inconstitucionalidade de uma lei não deriva de norma constitucional, de modo que “a natureza dos efeitos da decisão judicial (*ex tunc* ou *ex nunc*), não emerge de princípio ou de preceito sediado na Constituição, configurando, isto sim, uma questão de política judicial (judicial

Logo, hoje prevalece o entendimento de que a modulação de eficácia temporal de uma decisão de inconstitucionalidade é uma técnica de decisão independente de previsão constitucional expressa que pede a aplicação do método da ponderação pelo recurso à proporcionalidade, a despeito da existência do art. 27 da Lei nº 9.868, de 1999,¹²⁶⁰ que ocorrerá de acordo com os elementos relevantes do caso submetido a julgamento. Sendo assim, é possível a flexibilização do dogma da eficácia *ex tunc*.¹²⁶¹

Nesse sentido, o Tribunal constitucional pode construir estratégias judiciais dinâmicas e flexíveis para a solução de questões complexas.

Como o processo de regulação financeira sistêmica é intensamente afetado por circunstâncias fáticas que se modificam ao longo do tempo segundo a conjuntura econômica, não faz sentido institucional, via de regra, dentro da perspectiva do diálogo constitucional, atribuir eficácia retroativa a declarações judiciais de invalidação de atos regulatórios financeiros importantes, que alimentaram, ao longo do tempo, expectativas sistêmicas de uma infinidade de pessoas e instituições sociais, por isso a preferência por soluções prospectivas, em que a atribuição da eficácia temporal, devidamente justificada, se sujeitará à análise dos fatores relevantes do caso.

O último parâmetro, por sua vez, dirige-se a questões internas próprias de estrutura e deliberação judicial, segundo o desenho institucional do Poder Judiciário no Brasil. Com efeito, os juízes brasileiros de primeira instância, conquanto isso não seja muito ressaltado nas obras jurídicas sobre o tema, possuem um grande poder em suas mãos.

policy), desse modo sujeita a livre valoração jurisdicional a ser feita em cada caso concreto, segundo as multivariáveis hipóteses em que são ministrados, na via da jurisdição, os valores da justiça constitucional”, o qual foi consolidado em Stovall v. Denno. Ao longo dos anos, “a jurisprudência americana evoluiu para admitir, ao lado da decisão de inconstitucionalidade com efeitos retroativos amplos ou limitados (limited retrospectivity), a superação prospectiva (prospective overruling), que tanto pode ser limitada (limited prospectivity), aplicável aos processos iniciados após a decisão, inclusive ao processo originário, como ilimitada (pure prospectivity), que nem sequer se aplica ao processo que lhe deu origem” (MENDES, Gilmar Ferreira; COELHO, Inocêncio Mártires; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. Op. Cit., p. 1146).

¹²⁶⁰ Segundo a melhor doutrina, “o art. 27 da Lei nº 9.868/99 não será, em verdade, o fundamento das decisões do Supremo Tribunal Federal que venham a restringir a eficácia temporal da declaração de inconstitucionalidade de determinadas leis. Seu fundamento será a proteção de outros valores e princípios constitucionalmente assegurados – ligados à segurança jurídica ou a excepcional interesse social – e que seriam colocados em risco por uma decisão retroativa. Ao assim decidir, não estará o Supremo Tribunal sobrepondo uma lei ordinária – a Lei nº 9.868/99 – à Constituição, mas, diversamente, estará ponderando valores e princípios de mesma hierarquia e igual dignidade constitucional”, cf. BINENBOJM, Gustavo. *A nova jurisdição constitucional - Legitimidade democrática e instrumentos de realização*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 204.

¹²⁶¹ SARMENTO, Daniel. *Op. Cit.*, p. 124.

Atos regulatórios sistemicamente importantes podem ser questionados judicialmente com muita facilidade, de modo que, por exemplo, o resultado de uma atuação múltipla concertada de equipes de técnicos especializados de autoridades reguladoras financeiras e/ou consensos políticos firmados no âmbito do Poder Legislativo sobre assuntos regulatórios muitas vezes controversos podem ser submetidos à apreciação de um único juiz de primeira instância.

Ora, sem desmerecer a função do juiz de primeira instância, que oxigena a interpretação constitucional feita pelo Poder Judiciário, não há dúvidas de que, em questões mais complexas e controvertidas, a deliberação judicial pública tende a se desenvolver com mais debate e diálogo em órgãos judiciais colegiados, que encontram-se em instâncias superiores.

Nada obstante, em processos coletivos ou de controle concentrado de constitucionalidade, as consequências sistêmicas envolvidas no ato regulatório impugnado são postas de forma mais adequada em um ambiente mais plural. Assim, em termos práticos, o juiz de primeira instância tem legitimidade mais forte para prestar deferência ao conteúdo do ato regulatório impugnado, já que o ônus argumentativo próprio do exame de proporcionalidade da regulação financeira sistêmica é pesado para um único juiz, que, aliás, possui um espectro limitado de informações disponíveis.

4.3 Uma análise da jurisprudência selecionada dos Tribunais brasileiros sobre regulação financeira sistêmica: o teste dos parâmetros.

Estudar precedentes no Brasil é uma tarefa difícil. Embora a jurisprudência brasileira tenha avançado, não se vê critérios objetivos e claros de julgamento.¹²⁶² Se o fenômeno da constitucionalização do direito traz complexidades, como entender o papel institucional do Poder Judiciário, no exercício da jurisdição constitucional, se as decisões não são, necessariamente, padronizadas ou seguem uma unidade na forma deliberativa?

No âmbito dos Tribunais superiores, sobretudo no Supremo Tribunal Federal, a questão é extremamente grave, na medida em que a estratégia institucional de permitir votos livres individuais pelos Ministros, não raro, gera uma falta de compreensão sobre o resultado dos julgamentos, o que gera muita insegurança jurídica.

¹²⁶² PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Op. Cit.*, p. 7.

Não obstante, esse fato não impede uma tentativa de investigação das razões fundamentais dos precedentes, mediante um exercício de “criptoconsequencialismo”,¹²⁶³ com realce aos aspectos mais importantes para a regulação financeira sistêmica, a fim de diagnosticar quais foram os fatores relevantes em cada caso, com foco em evidenciar as preocupações judiciais quanto aos efeitos sistêmicos das decisões.

Como se verá, os testes demonstram, em termos de responsabilidade política quanto à implementação de políticas públicas, uma tendência estratégica clara de deferência judicial implícita à capacidade institucional dos demais Poderes quanto à regulação financeira sistêmica no discurso jurídico dos Ministros do Supremo Tribunal Federal, principalmente.

Nada obstante, não foi possível fazer inferências quanto aos dois outros parâmetros, pois em nenhuma das decisões selecionadas os atos normativos submetidos à apreciação judicial foram invalidados, prejudicando, com isso, a análise da eficácia temporal e adaptativa da decisão, bem como não houve a gradação da capacidade deliberativa dos órgãos jurisdicionais envolvidos, máxime porque a maioria dos casos foi processada, originariamente, no Supremo Tribunal Federal.¹²⁶⁴

Desse modo, a partir de agora, essa investigação será feita em alguns precedentes selecionados, a fim de testar os parâmetros acima definidos e identificar estratégias judiciais de decisão, implícitas ou explícitas, com efeitos próximos aos parâmetros, sem prejuízo de verificar por que doutrinadores renomados sustentam que “os Tribunais Superiores, e muito especialmente o STF, assumiram compromisso com a governabilidade e o mantiveram, nestes anos todos”.¹²⁶⁵

¹²⁶³ Tal expressão serve para designar o propósito de identificar razões consequencialistas não expressas no conteúdo das decisões judiciais e está formulada em: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013, p. 444.

¹²⁶⁴ Conforme será visto, as principais Ações Diretas de Constitucionalidade foram propostas por partidos políticos de oposição na época. Para um levantamento minucioso dos assuntos julgados pelo Supremo Tribunal Federal com alguma ligação com o Sistema Financeiro Nacional, v. DURAN-FERREIRA, Camila. *O STF e a Construção Institucional das Autoridades Reguladoras do Sistema Financeiro: um Estudo de Caso de ADINs*. Revista de Direito GV, São Paulo, nº 5, 2009, p. 75-84.

¹²⁶⁵ SUNDFELD, Carlos Ari. *Op. Cit.*, p. 58-59. Quanto ao ponto, é interessante a seguinte passagem, *in verbis*: “Direito e governabilidade não são, em princípio, antagônicos. Entretanto, a lógica da governabilidade, ligada à capacidade de uma estrutura de poder de implementar efetivamente planos e programas em face das demandas sociais e econômicas presentes no meio governado, pode, em situações extremas que exigem medidas céleres, drásticas e eficazes para a manutenção da estrutura organizacional e de poder, posicionar-se em pólo oposto ao direito” (PEREIRA JUNIOR, Ademir

4.3.1 A eficácia normativa da expressão “taxas de juros reais” do revogado § 3º do art. 192 da Constituição brasileira: uma autocontenção judicial em face do Poder Constituinte Originário?

A promulgação da Constituição brasileira ocorreu em 05 de outubro de 1988. Dentre seus diversos dispositivos estava o §3º do art. 192, que prescrevia a limitação da taxas de juros reais a doze por cento ao ano no Sistema Financeiro Nacional, incluídas “comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito”, sob pena de cometimento do crime de usura.

Em 12 de outubro de 1988, a questão relativa à eficácia do referido dispositivo constitucional já estava judicializada no Supremo Tribunal Federal, com a atribuição de relatoria ao Ministro Sydney Sanches.

Tratava-se da Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4, proposta pelo Partido Democrático Trabalhista (PDT), com legitimidade ativa *ad causam* fundada no art. 103, VIII, destinada a impugnar o Parecer SR-70 da Consultoria Geral da República, de 06 de outubro de 1988, e publicado em 07 de outubro de 1988, dotado de caráter normativo em razão de ter sido aprovado por ato do Presidente da República, no qual a conclusão afirmara a eficácia limitada do dispositivo sob exame.

Isto é, a aplicação da limitação da taxa de juros reais a doze por cento ao ano estaria condicionada à regulamentação através de lei complementar a ser editada para disciplinar o Sistema Financeiro Nacional, nos termos do *caput* do art. 192 da Constituição brasileira de 1988. Nos termos do Parecer, o art. 192 tinha por objetivo prescrever a necessidade de uma reforma integral da estrutura normativa do Sistema Financeiro Nacional por lei complementar única.¹²⁶⁶

A propósito, é importante mencionar que tal Parecer estava acompanhado de um estudo de diagnóstico e prognóstico feito pelo Banco Central do Brasil, no qual havia um prognóstico muito negativo sobre as consequências sistêmicas geradas pela aplicação imediata da referida limitação, cujos principais efeitos decorrentes, em um

Antônio. *Legitimidade e Governabilidade na Regulação do Sistema Financeiro*. Revista Direito GV, São Paulo, nº 8, 2008, p. 521).

¹²⁶⁶ Sobre o “mito da lei complementar única” e a “falácia do tratamento global”, v. SILVA, Virgílio Afonso da; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. *A regulamentação do sistema financeiro nacional: o art. 192 e o mito da lei complementar única*. Revista de Direito Mercantil, nº 127, 2002. A propósito, pode-se adiantar que consta da ementa do julgado, favorável à tese do parecer, que uma “futura lei complementar” disciplinará o “tratamento global do sistema financeiro nacional”.

cenário de intensa inflação, seriam os seguintes: (i) incentivos à destinação de recursos financeiros a setores financeiros marginais mais especulativos ou fora do sistema bancário; (ii) incentivos ao desenvolvimento de um mercado informal de crédito, enquanto fenômeno tendencial de desintermediação financeira sistêmica; (iii) o estímulo ao endividamento sistêmico; (iv) o desestímulo à poupança interna; (v) riscos evidentes de hiperinflação; (vi) a inviabilidade da execução de uma política monetária equilibrada; (vi) repercussão sistêmica intensa no sistema financeiro da habitação; e (vii) a inviabilidade econômica de captação internacional de recursos financeiros, segundo o valor das taxas de empréstimos externos à época.¹²⁶⁷

O PDT, na petição inicial, afirmou-se “desassombrado defensor da limitação de juros extorsivos cobrados pelos bancos e financeiras”,¹²⁶⁸ que estava “lado a lado com as classes populares e trabalhadoras”,¹²⁶⁹ de maneira que o controle da inflação não poderia obstar a luta contra “os lucros exorbitantes do grande capital”,¹²⁷⁰ em favor da democratização social da economia e da equânime distribuição da riqueza nacional,¹²⁷¹ nos termos do art. 3º e 192 da Constituição brasileira de 1988.

Além disso, baseado nos debates ocorridos na Assembléia Nacional Constituinte, aduziu que: (i) a “vontade constitucional” voltava-se à aplicação imediata do dispositivo em comento,¹²⁷² (ii) que a expressão “juros reais” seria definida como “a remuneração direta ou indireta do capital devida ao banqueiro pelo tomador do empréstimo”,¹²⁷³ (iii) que não eram procedentes os argumentos *ad terrorem* relativos às consequências sistêmicas imprevisíveis da aplicação normativa imediata da limitação,¹²⁷⁴ (iv) sem prejuízo de alusão à doutrina sobre a autoplicabilidade de normas

¹²⁶⁷ As informações estão contidas no relatório da ADI-4 (fl. 65-74 do inteiro teor do acórdão). STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº4, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Sydney Sanches, j. 07.03.1991, DJ 25.06.1993.

¹²⁶⁸ Conforme relatório constante do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4 (fl. 5). STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº4, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Sydney Sanches, j. 19.10.1988, DJ 17.02.1989.

¹²⁶⁹ Fl. 5 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷⁰ Fl. 5 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷¹ Fl. 5 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷² Cf. fl. 8 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷³ Fl. 9 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷⁴ Fl. 12 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

constitucionais proibitivas,¹²⁷⁵ (v) do desacerto da interpretação topográfica do §3º do art. 192 em relação ao *caput* e, por fim, (vi) que sua pretensão é uma forma de externar as “aflições impostas ao povo brasileiro pelas elites conservadoras encimadas no grande capital”,¹²⁷⁶ “ávidas por manter os lucros da miséria e da fome de nossa gente”.¹²⁷⁷

O pedido liminar foi indeferido por ausência de urgência (*periculum in mora*), sem nenhuma consideração sobre a plausibilidade jurídica do pedido (*fumus boni iuris*), em decisão unânime.¹²⁷⁸

Foram prestadas informações pelo Consultor-Geral da República, que opinou, preliminarmente, pela impossibilidade de o Supremo Tribunal Federal atuar como “legislador positivo” no caso, haja vista a separação de poderes, pois a estrutura e os elementos componentes da definição de juros reais, de caráter normativo, não podem ser fixados judicialmente;¹²⁷⁹ no mérito, ressaltou a situação topográfica do §3º em relação ao *caput* do art. 192, bem como a imprescindibilidade de intermediação legislativa para a integração normativa do conteúdo da noção de “juros reais”, que é tema “absolutamente estranho ao direito constitucional”.¹²⁸⁰

Por sua vez, a Advocacia-Geral da União ressaltou que, em termos políticos, a autoaplicabilidade do preceito constitucional não obteve consenso na Assembléia Nacional Constituinte¹²⁸¹ e a matéria requer intermediação legislativa integradora, pois há vários métodos econômicos de cálculo dos “juros reais”.¹²⁸²

O Ministério Público Federal, não obstante ter frisado: (i) o fato de a quase unanimidade dos economistas de diferentes correntes de pensamento e o Banco Central do Brasil terem reprovado, em termos sistêmicos, a aplicação imediata de limite aos “juros reais”,¹²⁸³ (ii) o fato da inexistência no ordenamento positivo um conceito

¹²⁷⁵ Fl. 13-15 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷⁶ Fl. 18 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷⁷ Fl. 18-19 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 4.

¹²⁷⁸ STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº4, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Sydney Sanches, j. 19.10.1988, DJ 17.02.1989.

¹²⁷⁹ Fl. 27 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸⁰ Fl. 28-29 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸¹ Fl. 37 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸² Fl. 38 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸³ Fl. 42 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

jurídico de juros reais¹²⁸⁴ e (iii) a conveniência de normas integradoras de conteúdo para a definição dos “juros reais”,¹²⁸⁵ definir “juros reais” não seria difícil¹²⁸⁶ e a eficácia imediata das normas constitucionais é a regra geral na teoria constitucional, o que permitiria a integração dogmática através de “princípios de interpretação admitidos pelo Direito”.¹²⁸⁷

No mérito, o pedido foi julgado improcedente, por maioria de votos (6 a 4).¹²⁸⁸ Desconsiderados aspectos processuais do caso, vejamos a opinião dos Ministros acerca do mérito.

O Ministro Relator Sydney Sanches, em voto repleto de citações à doutrina e pareceres jurídicos ofertados para o caso, assentou que o *caput* do art. 192 estava conectado a todo o dispositivo, de maneira que os elementos normativos dos incisos e parágrafos serão “observados, necessariamente, na futura lei complementar”,¹²⁸⁹ cabendo ressaltar a existência do Projeto de Lei Complementar nº 162, de 1989, à época em trâmite, cuja mora na aprovação não poderia ser imputada ao Poder Judiciário,¹²⁹⁰ assim como a irrelevância dos debates na Assembléia Nacional Constituinte para a decisão.¹²⁹¹

Por fim, afirmada a controvérsia econômica e jurídica sobre o conceito de “juros reais”, seria tarefa do Poder Legislativo deliberar politicamente a respeito.¹²⁹² Tal entendimento foi acompanhado, quase na íntegra, pelos Ministros Célio Borja, Octávio Gallotti, Aldir Passarinho e Moreira Alves. Constou da ementa do julgado que a “futura lei complementar” disciplinará o “tratamento global do sistema financeiro nacional”.

¹²⁸⁴ Fl. 43 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸⁵ Fl. 45 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸⁶ Fl. 43 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸⁷ Fl. 45 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁸⁸ STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº4, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Sydney Sanches, j. 07.03.1991, DJ 25.06.1993.

¹²⁸⁹ Fl. 136 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹⁰ Cf. fl. 137 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹¹ Fl. 138 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹² Fl. 138 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

Por sua vez, o Ministro Marco Aurélio, em alusão aos princípios constitucionais gerais da atividade econômica (art. 170)¹²⁹³ e à dignidade do homem,¹²⁹⁴ no entanto, entendeu pela autonomia normativa – ou “vida própria”¹²⁹⁵ - do §3º em relação ao *caput*.

Em seguida, afirmou que “a necessidade de lei que discipline o que são juros reais contraria a ordem natural da coisas”¹²⁹⁶ e isso “implica relegar à lei a definição do que, pela própria natureza, pelo sentido do vernáculo pátrio, já está suficientemente definido”,¹²⁹⁷ pois seria evidente que a expressão “juros reais” significa “juros líquidos”,¹²⁹⁸ nos termos da Lei de Usura.¹²⁹⁹ Nesse sentido, votou pela procedência do pedido, com eficácia *ex nunc* da decisão a partir da propositura da ação, em razão da natureza constitutiva da decisão e da estabilidade das relações jurídicas.¹³⁰⁰

O Ministro Carlos Veloso, com base na regra de autoaplicabilidade das normas constitucionais e na tese de eficácia imediata de regras proibitivas, julgou procedente o pedido. Assim como o Ministro Marco Aurélio, dissertou que os juros reais são de fácil mensuração, diferenciando-se da noção econômica de juros nominais,¹³⁰¹ vale dizer, podem ser definidos como juros nominais deflacionados e descontados os “custos permitidos”, tal como tributos, enquanto remuneração efetiva do capital.¹³⁰²

Por sua vez, o Ministro Celso de Mello aderiu ao entendimento de que os debates da Assembléia Nacional Constituinte não são importantes à decisão, a despeito

¹²⁹³ Fl. 154 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹⁴ Fl. 155 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹⁵ Fl. 155 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹⁶ Fl. 159 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹⁷ Fl. 160 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹⁸ Fl. 160 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹²⁹⁹ Fl. 163 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹³⁰⁰ Fl. 163-164 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4. Embora compreensível a preocupação com a atribuição de eficácia temporal prospectiva, não parece lógica essa decisão, pois: (i) uma nova Constituição aplica-se de forma prospectiva, salvo disposição constitucional expressa em sentido contrário, o que não era o caso; e (ii) a propositura da ação ocorreu em 12 de outubro de 1988, ou seja, o período de 05 a 11 de outubro de 1988 não seria atingido pela eficácia da decisão.

¹³⁰¹ Fl. 170 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹³⁰² Fl. 172 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

da importância do elemento histórico na interpretação constitucional,¹³⁰³ e endossou a opinião de que a estrutura jurídica do §3º do art. 192 não tinha densidade normativa suficiente, o que deveria ser integrado pelo Congresso Nacional.¹³⁰⁴

Em sentido contrário, o Ministro Paulo Brossard afirmou que o dispositivo supracitado tinha todos os elementos normativos necessários à aplicação imediata, com adesão aparente à noção de juros reais formulada pelo Ministro Carlos Veloso, no que foi acompanhado, também, quanto ao conteúdo do voto, pelo Ministro Neri da Silveira.

De interessante, o Ministro Paulo Brossard consignou, expressamente, a irrelevância do estudo de impacto regulatório feito pelo Banco Central do Brasil para o caso,¹³⁰⁵ a afirmação genérica de que a rentabilidade das instituições financeiras é muito alta se comparada com a dos demais setores econômicos¹³⁰⁶ e que a escolha do índice de correção monetária, para fins de cálculo dos juros reais, deveria ser feita pelo Banco Central do Brasil.¹³⁰⁷

Pois bem, antes de analisar, estritamente, os votos dos Ministros do Supremo Tribunal Federal, é importante estabelecer o que estava, efetivamente, em jogo no julgamento desse caso.

Com a recente promulgação da Constituição à época, seria ingênuo esperar uma declaração expressa de autocontenção judicial, sob o ponto de vista institucional, pelo Supremo Tribunal Federal, máxime quando a interpretação recai sobre dispositivo formulado pelo Poder Constituinte Originário. Muito pelo contrário. A tendência era de clara afirmação institucional do Poder Judiciário, diante dos amplos poderes outorgados pela nova Constituição, em um cenário político de recente redemocratização.

Sendo assim, a deliberação centrou-se, em termos dogmáticos, na discussão sobre a eficácia de um dispositivo constitucional politicamente controverso, cujo resultado seria a autoaplicação ou o reconhecimento de que os elementos normativos eram insuficientes e precisariam, por isso, ser integrados pelo Congresso Nacional para a sua eficácia, através de lei complementar.

¹³⁰³ Fl. 175-181 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹³⁰⁴ Fl. 183 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹³⁰⁵ Fl. 203 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹³⁰⁶ Fl. 204 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

¹³⁰⁷ Fl. 210-211 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 4.

Não houve, em nenhum momento, deliberação sobre as consequências sistêmicas da decisão no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, notadamente em relação ao ideal da estabilidade financeira sistêmica no longo prazo.

Quanto às capacidades institucionais, os argumentos vencedores foram utilizados no sentido de que caberia ao Poder Legislativo, com fundamento aparente no princípio democrático, disciplinar assunto tão controverso, com o estabelecimento dos parâmetros normativos de integração.

Não se sabe, ao certo, o efeito persuasivo do estudo de impacto regulatório feito pelo Banco Central do Brasil para o julgamento, o que revela uma falta de compromisso com a ideia de diálogo constitucional.

Também não é possível inferir nada sobre se o risco de “ossificação” regulatória, tendo em vista a natureza constitucional do dispositivo impugnado, foi considerado, eis que a revogação do preceito, à evidência, só poderia ocorrer pelo procedimento mais rígido de emenda constitucional. E mais. Impossível saber se houve uma estratégia de deslocamento institucional no sentido do retorno da questão ao Congresso Nacional, a fim de evitar responsabilidades públicas pelas consequências da decisão. Por derradeiro, há de se enfatizar que o Ministro Paulo Brossard, vencido, ignorou, por completo, o estudo feito pelo Banco Central do Brasil, com consignação judicial expressa nesse sentido. São muitas obscuridades, portanto. O Supremo Tribunal Federal deveria ter deliberado melhor sobre o objeto do processo.

À evidência, o estudo de impacto regulatório apresentado pelo Banco Central do Brasil não foi elaborado para discutir, estritamente, elementos econômicos e normativos do conceito de “juros reais”, mas, principalmente, para informar as consequências daquela decisão isolada no funcionamento global do sistema financeiro nacional, ainda que fosse “fácil” definir “juros reais”. E isso não foi analisado em nenhum momento.

A propósito, não se pode perder a oportunidade de analisar, com base no ideal da razão pública, a intenção constitucional na prescrição da limitação de taxa de juros reais a doze por cento ao ano.

Trata-se, essencialmente, de dispositivo formalmente constitucional que não guarda nenhuma relação com a fundamentalidade da Constituição, de modo que a alusão a princípios é inadequada à discussão. Ao contrário, esse dispositivo é um resultado autêntico do fenômeno, já mencionado, do “constitucionalismo chapa branca” brasileiro. Explico.

O sentimento de hostilidade social com o sistema financeiro é evidente e foi frisado ao longo da dissertação. Ademais, a “bandeira social” de limitação da taxa de juros no sistema financeiro nacional é antiga, como se infere dos pronunciamentos judiciais que deram origem ao Enunciado da Súmula n.º 596 do Supremo Tribunal Federal.

Ora, diante do quadro conjuntural de intensa instabilidade financeira causada pelo desorganização institucional ineficiente do Estado brasileiro e vivo o “sentimento constituinte”, muitos políticos, burocratas e categorias corporativas bem organizadas encontraram uma estratégia interessante aos seus próprios interesses: inserir na Constituição tal limitação.

Em outras palavras, o “bode expiatório” eram os banqueiros, que, embora politicamente influentes, estavam do lado contrário: (i) da elite empresarial brasileira, notória beneficiária, sobretudo, das “ajudas financeiras” estatais do BNDES e dos bancos públicos; (ii) das categorias corporativas bem organizadas, principalmente conselhos profissionais e associações representativas de servidores públicos de classe média e alta, também beneficiária dos financiamentos, especialmente os imobiliários habitacionais; e (iii) de políticos e burocratas que buscavam aproveitar o momento constituinte para auferir benefícios políticos decorrentes da decisão.

Promulgada a Constituição, houve-se por bem publicar, imediatamente e felizmente, um Parecer com conteúdo normativo, lastreado, politicamente, em ato do Presidente da República e em estudo sistêmico de impacto regulatório feito pelo Banco Central do Brasil, a fim de restaurar a racionalidade no processo regulatório sistêmico nacional.

Diz-se isso por vários motivos.

É mais do que claro que a aplicação imediata da referida limitação causaria consequências sistêmicas negativas e imprevisíveis em um cenário conjuntural de intensa instabilidade pela inflação à época, pois, além de contribuir para a aumentar a instabilidade sistêmica e gerar mais insegurança jurídica, a solvabilidade e a liquidez do sistema financeiro ficariam comprometidas.

Dito de outro modo, a adaptação do sistema financeiro nacional a essa regra seria traumática, por exemplo: (i) para instituições com menores margens de retorno financeiro, (ii) com o comprometimento da expansão do crédito de longo prazo, que carrega mais riscos e, conseqüentemente, maiores taxas de juros e (iii) para a confiança necessária dos mercados interbancários, além da (iv) pressão sistêmica por mais

inflação, já que a inflação seria, em tese, expurgada dos juros reais, sendo que o desenho institucional da regulação financeira sistêmica brasileira, à época, estava em fase inicial de estruturação.

Em suma, possivelmente, o sistema financeiro nacional seria atrofiado, ficaria mais concentrado e se tornaria mais instável, o que comprometeria o próprio objetivo do dispositivo, que, aparentemente, destinava-se à expansão sustentável do crédito bancário a menores taxas de juros.

Não obstante, a aplicação imediata beneficiaria somente a elite brasileira empresarial e individual, em prejuízo aos economicamente menos favorecidos. A título ilustrativo, uma pesquisa¹³⁰⁸ feita pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), dentro do programa de Sistema de Indicadores de Percepção Social (SIPS), intitulada “Bancos: Exclusão e Serviços” e realizada com dados da Pesquisa Nacional por Amostragem de Domicílios (PNAD), de 2008, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mostra que o Brasil tem uma quantidade expressiva de excluídos do sistema bancário, notadamente a população de baixa renda e de pouca escolaridade. Imagine-se esse grau de exclusão bancária em 1988!

Essa constatação demonstra, claramente, a apropriação do sentimento constitucional pela elite brasileira em seu próprio benefício econômico, aproveitando-se da hostilidade social contra “banqueiros” para perseguir interesses próprios. A aplicação da referida limitação, claramente, geraria concentração de renda ao longo do tempo, em prejuízo à estabilidade financeira do sistema e dos economicamente menos favorecidos, que sequer estão incluídos no sistema bancário e sofreriam mais com os efeitos intensos do aumento de inflação, dentro do contexto conjuntural econômico conturbado da década de 1980.

Por fim, cabe ressaltar que, diante da mora legislativa em promulgar a lei complementar para o sistema financeiro nacional a que se refere o *caput* do art. 192, até a revogação do §3º do dispositivo pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003, alguns Mandados de Injunção foram impetrados no Supremo Tribunal Federal, mas todos sem sucesso.

Mesmo assim, o Supremo Tribunal Federal sentiu a necessidade de editar o Enunciado da Súmula nº 648, que dispõe que “a norma do § 3º do art. 192 da

¹³⁰⁸ Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/SIPS/110112_sips_bancos.pdf. Acesso em 02.03.2013.

Constituição, revogada pela EC 40/2003, que limitava a taxa de juros reais a 12% ao ano, tinha sua aplicação condicionada à edição de lei complementar”, com redação idêntica no posterior Enunciado de Súmula Vinculante nº 7, de 11 de junho de 2008, após o reconhecimento da repercussão geral do tema e a manutenção da jurisprudência pelo Plenário, em julgamento datado de 16 de abril de 2008.¹³⁰⁹

4.3.2 Reestruturações regulatórias no Sistema Financeiro Nacional em momentos de instabilidade financeira sistêmica: relevar formalismos constitucionais e gerir a pauta de julgamentos é uma “virtude judicial passiva”?

Em 1994, foi iniciada a execução do projeto brasileiro de estabilidade monetária, com o objetivo de controlar, definitivamente, o fenômeno inflacionário no país (Plano Real). Editada a Medida Provisória nº 482, de 28 de abril de 1994, instituidora da URV (convertida na Lei nº 8.880, de 1994), também se editou, em seguida, a Medida Provisória nº 542, de 30 de junho de 1994 (convertida na Lei nº 9.069, de 1995).

Esse projeto, devidamente acompanhado por outras medidas regulatórias,¹³¹⁰ foi amplamente questionado pelos partidos políticos de oposição à época, o que deu ensejo à judicialização de algumas questões no Supremo Tribunal Federal.

O primeiro precedente digno de menção é a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.312, proposta pelo Partido dos Trabalhadores (PT), com legitimidade ativa *ad causam* fundada no art. 103, VIII, destinada a impugnar os arts. 8º,¹³¹¹ 9º,¹³¹² 10,¹³¹³ e 11¹³¹⁴ da Lei nº 9.069, de 1995, que alterou a estrutura do Conselho Monetário Nacional.

¹³⁰⁹ STF, Questão de Ordem em Recurso Extraordinário nº 582.650, Tribunal Pleno, j. 11.06.2008, DJ 24.10.2008.

¹³¹⁰ Em linhas gerais, a estrutura do presente tópico segue a lógica de apresentação feita no seguinte trabalho, embora com abordagem distinta: PEREIRA JUNIOR, Ademir Antônio. *Legitimidade e Governabilidade na Regulação do Sistema Financeiro*. Revista Direito GV, São Paulo, nº 8, 2008, p. 524-531.

¹³¹¹ “Art. 8º-O Conselho Monetário Nacional, criado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, passa a ser integrado pelos seguintes membros: I - Ministro de Estado da Fazenda, na qualidade de Presidente; II - Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento; III - Presidente do Banco Central do Brasil. § 1º-O Conselho deliberará mediante resoluções, por maioria de votos, cabendo ao Presidente a prerrogativa de deliberar, nos casos de urgência e relevante interesse, ad referendum dos demais membros. § 2º-Quando deliberar ad referendum do Conselho, o Presidente submeterá a decisão ao colegiado na primeira reunião que se seguir àquela deliberação. § 3º-O Presidente do Conselho poderá convidar Ministros de Estado, bem como representantes de entidades públicas ou privadas, para participar das reuniões, não lhes sendo permitido o direito de voto. § 4º-O Conselho reunir-se-á, ordinariamente, uma vez por mês, e, extraordinariamente, sempre que for convocado por seu Presidente. § 5º-O Banco Central do Brasil

A fundamentação da impugnação cingia-se à exigência de reserva de lei complementar para dispor sobre o sistema financeiro nacional (art. 192 da Constituição brasileira de 1988), além da alegação quanto ao “viés autoritário” consubstanciado na modificação da composição do Conselho Monetário Nacional, eis que foram excluídos membros da sociedade civil que participavam das deliberações desse órgão, permanecendo na composição, somente, o Ministro da Fazenda, o Presidente do Banco Central do Brasil e o Ministro do Planejamento e Orçamento.

O pedido liminar foi submetido ao Ministro Presidente do Supremo Tribunal Federal no recesso forense e indeferido.

O Ministro Presidente, Sepúlveda Pertence, indeferiu o pedido liminar por entender que a alegação de reserva de lei complementar não era de “procedência evidente” no caso, sobretudo porque o dever de coerência inerente à decisão pediria a análise da incidência de outros dispositivos constitucionais sobre organização administrativa, notadamente o art. 84, VI, da Constituição pátria,¹³¹⁵ segundo a jurisprudência à época, além de haver a ausência de urgência na concessão liminar da

funcionará como secretaria-executiva do Conselho. § 6º-O regimento interno do Conselho Monetário Nacional será aprovado por decreto do Presidente da República, no prazo máximo de trinta dias, contados da publicação desta Lei. § 7º-A partir de 30 de junho de 1994, ficam extintos os mandatos de membros do Conselho Monetário Nacional nomeados até aquela data”.

¹³¹² “Art. 9º É criada junto ao Conselho Monetário Nacional a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, composta dos seguintes membros: I - Presidente e quatro Diretores do Banco Central do Brasil; II - Presidente da Comissão de Valores Mobiliários; III - Secretário-Executivo do Ministério do Planejamento e Orçamento; IV - Secretário-Executivo e Secretários do Tesouro Nacional e de Política Econômica do Ministério da Fazenda. § 1º A Comissão será coordenada pelo Presidente do Banco Central do Brasil. § 2º O regimento interno da Comissão Técnica da Moeda e do Crédito será aprovado por decreto do Presidente da República”.

¹³¹³ “Art. 10. Compete à Comissão Técnica da Moeda e do Crédito: I - propor a regulamentação das matérias tratadas na presente Lei, de competência do Conselho Monetário Nacional; II - manifestar-se, na forma prevista em seu regimento interno, previamente, sobre as matérias de competência do Conselho Monetário Nacional, especialmente aquelas constantes da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964; III - outras atribuições que lhe forem cometidas pelo Conselho Monetário Nacional”.

¹³¹⁴ “Art. 11. Funcionarão, também, junto ao Conselho Monetário Nacional, as seguintes Comissões Consultivas: I - de Normas e Organização do Sistema Financeiro; II - de Mercado de Valores Mobiliários e de Futuros; III - de Crédito Rural; IV - de Crédito Industrial; V - de Crédito Habitacional, e para Saneamento e Infra-Estrutura Urbana; VI - de Endividamento Público; VII - de Política Monetária e Cambial. § 1º A organização, a composição e o funcionamento das Comissões Consultivas serão objeto de regimento interno, a ser aprovado por Decreto do Presidente da República. § 2º Ficam extintos, a partir de 30 de junho de 1994, os mandatos dos membros das Comissões Consultivas”.

¹³¹⁵ Cf. fl. 8 do inteiro teor do acórdão. STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.312, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Moreira Alves, j. 19.10.1995, DJ 24.11.1995.

medida, pois as alterações na estrutura do Conselho Monetário Nacional, por ocasião do Plano Real, tinham ocorrido há mais de um ano antes do ajuizamento.¹³¹⁶

Distribuído o processo à relatoria do Ministro Moreira Alves, foi referendado o indeferimento do pedido de liminar pelo Plenário, por unanimidade, com consignação do Ministro Relator no sentido de que, a despeito da plausibilidade jurídica do pedido, não haveria justificativa para autorizar um “excepcional deferimento de liminar”.¹³¹⁷ O julgamento do mérito não ocorreu.

Em 2004, devido ao advento da Emenda Constitucional nº 40, de 2003, e em razão de reatribuição de relatoria, por aposentadoria do Ministro Moreira Alves, ao Ministro Joaquim Barbosa, houve a decretação de perda do objeto do processo, em decisão monocrática,¹³¹⁸ pelo fato de o parâmetro jurídico de controle, qual seja, o art. 192, ter sofrido alteração substancial. Ou seja, a discussão foi prejudicada e a reestruturação do Conselho Monetário Nacional, que agora é exclusivamente composto por representantes estatais, foi mantida.

Outro precedente importante é a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.376, proposta pelo Partido dos Trabalhadores (PT), com legitimidade ativa *ad causam* fundada no art. 103, VIII, destinada a impugnar os três artigos da Medida Provisória nº 1.179, que tratava de “medidas de fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional”.¹³¹⁹

¹³¹⁶ Fl. 8 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 1.312/MC.

¹³¹⁷ Cf. fl. 12 do inteiro teor do acórdão.

¹³¹⁸ STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.312, Decisão monocrática, Relator: Ministro Joaquim Barbosa, j. 02.08.2004, DJ 10.08.2004.

¹³¹⁹ A impugnação original se dirigia aos seguintes dispositivos: “Art. 1º. O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, instituído pelo Conselho Monetário Nacional com vistas a assegurar liquidez e solvência ao referido Sistema e a resguardar os interesses de depositantes e investidores, será implementado por meio de reorganizações administrativas, operacionais e societárias, previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil. § 1º O Programa de que trata o caput aplica-se inclusive às instituições submetidas aos regimes especiais previstos na Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, e no Decreto-Lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987. § 2º O mecanismo de proteção a titulares de créditos contra instituições financeiras, instituído pelo Conselho Monetário Nacional, é parte integrante do Programa de que trata o caput. Art. 2º. Na hipótese de incorporação, aplica-se às instituições participantes do Programa a que se refere o artigo anterior o seguinte tratamento tributário: I - a instituição a ser incorporada deverá contabilizar como perdas os valores dos créditos de difícil recuperação, observadas, para esse fim, normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; II - as instituições incorporadoras poderão registrar como ágio, na aquisição do investimento, a diferença entre o valor de aquisição e o valor patrimonial da participação societária adquirida; III - as perdas de que trata o inciso I deverão ser adicionadas ao lucro líquido da instituição a ser incorporada, para fins de determinação do lucro real e da base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido; IV - após a incorporação, o ágio a que se refere o inciso II, registrado contabilmente, poderá ser amortizado, observado o disposto no inciso seguinte; V - para efeitos de determinação do lucro real, a soma do ágio amortizado com o valor compensado dos prejuízos fiscais de períodos-base anteriores não poderá exceder, em cada período-base, trinta por cento do lucro líquido, ajustado pelas adições e exclusões

Além de questões tributárias e a alegação de inexistência de urgência na edição do ato normativo, o fundamento principal de impugnação, novamente, era a alegação de inconstitucionalidade formal pelo fato de a medida provisória tratar de matéria sujeita à reserva de lei complementar. Reeditada a Medida Provisória sob o nº 1.214, de 1995, com alteração no art. 3º, houve o aditamento da petição inicial, sem alteração substancial nas alegações, e prejudicada a impugnação sobre aquele artigo, eis que substancialmente modificado.

Em sede liminar, o Ministro Relator Ilmar Galvão, ao ressaltar a legitimidade do exercício da competência normativa do Conselho Monetário Nacional, nos termos da Lei nº 4.595, de 1964, para regular a implementação de reorganizações administrativas, operacionais e societárias em instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central do Brasil, defendeu que a medida provisória impugnada não havia inovado a ordem jurídica e autorizava, em verdade, a aplicação de Resoluções do Conselho Monetário Nacional sobre o tema, o que não encontrava qualquer óbice legal, eis que a referida lei foi recepcionada pela Constituição brasileira de 1988 como lei complementar,¹³²⁰ no que foi acompanhado pela maioria dos votantes.

De outro lado, o Ministro Marco Aurélio entendeu pela inconstitucionalidade dos preceitos normativos impugnados, haja vista a necessidade de lei complementar para organizar o Sistema Financeiro Nacional, no que foi acompanhado pelos Ministros Néri da Silveira e Celso Mello.

Sem embargo, há passagem interessante no voto do Ministro Maurício Corrêa quanto ao objeto do processo. Ao frisar que o cenário da instabilidade financeira à época justificava a edição do ato normativo, o Ministro fez questão de citar o caso do sistema financeiro venezuelano, inclusive presenciado por ele próprio, que havia se

previstas na legislação aplicável; VI - o valor do ágio amortizado deverá ser adicionado a lucro líquido, para efeito de determinar a base de cálculo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. § 1º O disposto neste artigo somente se aplica às incorporações realizadas até 31 de dezembro de 1996, observada a exigência de a instituição incorporadora ser associada à entidade administradora do mecanismo de proteção a titulares de crédito, de que trata o § 2º do art. 1º. § 2º O Poder Executivo regulamentará o disposto neste artigo. Art. 3º. Nas reorganizações societárias decorrentes de processos de incorporação, fusão e cisão ocorridos no âmbito do Programa de que trata o art. 1º não se aplica o disposto nos arts. 230 e 254, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”.

¹³²⁰ Cf. fl. 9-10 do inteiro teor do acórdão. STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.376, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Ilmar Galvão, j. 11.12.1995, DJ 31.08.2001.

desorganizado totalmente com a quebra do Banco Latino, de modo que não haveria nenhuma inconstitucionalidade no ato normativo.¹³²¹

O processo permaneceu parado de 1995 a 2003, quando houve a decretação de perda do objeto devido ao não aditamento da petição inicial, tendo em vista a reedição da medida provisória impugnada.¹³²²

Um último precedente do mesmo período histórico é a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.398, proposta pelo Partido dos Trabalhadores (PT), com legitimidade ativa *ad causam* fundada no art. 103, VIII, destinada a impugnar a integridade das Resoluções do Conselho Monetário Nacional de nº 2.197 e 2.211, ambas de 1995, relacionadas à constituição do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) e a aprovação de seu estatuto e regulamento, respectivamente.

Nesse caso, o fundamento de inconstitucionalidade formal era forte, pois o inciso VI do art. 192 da Constituição, antes de sua revogação pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003, incluía dentre os assuntos a serem regulados por lei complementar a regulação sobre “a criação de fundo ou seguro, com o objetivo de proteger a economia popular, garantindo créditos, aplicações e depósitos até determinado valor, vedada a participação de recursos da União”.

Nesse precedente, o Plenário do Supremo Tribunal Federal acompanhou o voto do Ministro Relator Francisco Rezek. Com efeito, o Relator afirmou que, embora a Lei nº 4.595, de 1964, tivesse sido recepcionada como lei complementar, teria havido a degradação normativa inconstitucional ao disciplinar o tema por Resolução do Conselho Monetário Nacional.¹³²³

No entanto, a despeito da plausibilidade jurídica do pedido, a medida liminar de suspensão de eficácia normativa requerida foi quase totalmente indeferida por ausência de urgência, “sob pena de gerar tumulto, desordem e insegurança na comunidade dos correntistas e dos poupadores”,¹³²⁴ em proteção aos pequenos investidores, com a tão só suspensão da eficácia de dispositivos que destinavam recursos públicos ao patrimônio

¹³²¹ Cf. fl. 25 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 1376.

¹³²² STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.376, Decisão monocrática, Relator: Ministro Ilmar Galvão, j. 24.02.2003, DJ 05.03.2003.

¹³²³ Cf. fl. 17-19 do inteiro teor do acórdão. STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.398, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Francisco Rezek, j. 13.03.1996, DJ 18.10.1996.

¹³²⁴ Fl. 24 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 1398.

do FGC.¹³²⁵ Não houve julgamento do mérito, pois, quando a revogação das Resoluções foi comunicada ao Supremo Tribunal Federal em 2003, houve a decretação de perda do objeto do processo.¹³²⁶

Em síntese, os três precedentes acima analisados receberam, aparentemente, o mesmo tratamento deliberativo procedimental e consequencialista no sentido da abstenção judicial em interferir em políticas públicas majoritárias. Além disso, após as decisões de indeferimento das medidas liminares pleiteadas, os processos aguardaram anos nos gabinetes até que algum motivo processual superveniente causasse a perda de objeto. Será coincidência?

No caso da mudança de composição do Conselho Monetário Nacional, houve uma decisão política clara no sentido de reduzir o número de membros de sua composição, com a permanência exclusiva de integrantes do governo, a fim de facilitar a implementação das reformas institucionais relativas à regulação financeira sistêmica na época.

Em relação às reestruturações financeiras autorizadas por medida provisória e reguladas por Resoluções do Conselho Monetário Nacional, é possível perceber uma autocontenção judicial evidente nos votos dos Ministros, que prestaram deferência aos mecanismos escolhidos pelo Conselho Monetário Nacional para lidar com problemas de solvência e liquidez de instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Quanto à instituição do FGC, foi clara a demonstração de que os Ministros mostraram-se excessivamente autocontidos, pois a inconstitucionalidade formal era evidente segundo o texto constitucional original, prestigiando-se a iniciativa de instituição de um sistema de seguros de créditos em prol dos pequenos investidores. Assim, “convalidou-se”, “provisoriamente”, o texto das Resoluções do Conselho Monetário Nacional até uma hipotética decisão ulterior de mérito.

Houve, portanto, a execução concomitante de estratégias judiciais de autocontenção, com vistas a prestar deferência implícita à capacidade institucional normativa de conjuntura do Poder Executivo federal e do Conselho Monetário Nacional para a execução de medidas regulatórias adotadas naquele contexto de reestruturação do sistema financeiro brasileiro, com a postergação do julgamento do mérito dos casos para

¹³²⁵ Cf. fl. 27 do inteiro teor do acórdão da ADI/MC nº 1398.

¹³²⁶ STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 1.398, Decisão monocrática, Relator: Ministro Nelson Jobim, j. 03.12.2003, DJ 10.12.2003.

um futuro indefinido. Quando surgiram fatos processuais supervenientes que poderiam prejudicar o julgamento de mérito, não houve hesitação: deixou-se de julgar o mérito.

Entretanto, alguns anos mais tarde, em 2002, tal estratégia não foi seguida pelo Supremo Tribunal Federal no caso do setor de resseguros, não havendo, frise-se, mudança significativa na composição do Tribunal.

Nesse caso, pretendeu-se, por lei ordinária (Lei nº 9.932, de 1999), a transferência de funções, antes atribuídas ao Instituto de Resseguros do Brasil (IRB-Brasil RE), à Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), tendo em vista o fim do monopólio do IRB-Brasil RE no setor de resseguros devido ao advento da Emenda Constitucional nº 13, de 1996, que suprimiu a referência a “órgão oficial ressegurador” do inciso II do art. 192 da Constituição brasileira de 1988.

Assim, considerada a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal no sentido de que o Decreto-Lei nº 73, de 1966, disciplinador das atribuições institucionais da SUSEP, teria sido recepcionado pela atual ordem constitucional como lei complementar, nos termos do inciso II do mesmo art. 192, não poderia o legislador, por lei ordinária, ampliar suas funções e modificar as do IRB-Brasil RE, o que comprometia a eficácia dos dispositivos impugnados que tratavam da nova regulação pretendida para o setor de resseguros.

Foram propostas três Ações Diretas de Inconstitucionalidade em relação a essa lei, cabendo frisar que a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.174, proposta pelo Partido Democrático Trabalhista (PDT), não foi conhecida, por maioria de votos, tendo em vista a deficiência de fundamentação quanto à impugnação integral do ato normativo acima mencionado.¹³²⁷

Assim, restaram a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.223 e 2.244, propostas, respectivamente, pelo Partido dos Trabalhadores (PT) e Partido Comunista do Brasil (PC do B), com o julgamento dos pedidos liminares na mesma sessão datada de 10 de outubro de 2002, sendo ambos os processos de relatoria do Ministro Maurício Corrêa. Digno de ressalva é que a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.244 só não foi completamente prejudicada porque impugnava os incisos do art. 3º da Lei nº 9.932, de 1999, o que não integrava o objeto da de nº 2.233.

¹³²⁷ STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.174, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Maurício Corrêa, j. 14.04.2002, DJ 07.03.2003.

Em suma, o objeto do processo, mais uma vez, dizia respeito à alegação de reserva de lei complementar para a regulação do setor de resseguros. Tanto na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.233¹³²⁸ quanto na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.244¹³²⁹ houve o deferimento do pedido liminar, por maioria, para suspender a eficácia dos dispositivos da Lei nº 9.932, de 1999.

Em momento posterior, ambas não tiveram o mérito apreciado em razão do advento da Emenda Constitucional nº 40, de 2003, que modificou a estrutura normativa do art. 192 e, por isso, a mudança significativa no parâmetro de controle de constitucionalidade constituiu razão suficiente a autorizar a decretação de perda do objeto.¹³³⁰

Portanto, nesse último caso, o Supremo Tribunal Federal mostrou-se completamente insensível aos objetivos regulatórios pretendidos com a reorganização da estrutura regulatória para o setor de resseguros. A urgência na concessão das medidas liminares foi reputada automática, enquanto decorrência lógica do juízo liminar em controle concentrado de constitucionalidade, o que vai de encontro à estratégia de autocontenção judicial nos três primeiros casos, em que se permitiu a subsistência da eficácia dos atos normativos impugnados.

Posto isso, só uma conclusão é plausível: o Supremo Tribunal Federal “escolheu não decidir” imediatamente os primeiros casos, mais sensíveis no contexto da segunda metade da década de 1990, e “escolheu decidir” o caso do setor de resseguros por não representar, aparentemente, um foco de risco sistêmico, enquanto estratégia de política judiciária despida de transparência, embora os motivos determinantes dessa escolha sejam compreensíveis em termos consequencialistas.

Em verdade, ninguém ignora que os Tribunais e, especialmente, o Supremo Tribunal Federal, diante de vários processos importantes, é estimulado, por vários fatores, a priorizar, de forma discricionária, o julgamento dos processos mais relevantes de cada contexto histórico ou, simplesmente, se for conveniente, deixar o julgamento de determinados casos para um momento mais oportuno.

¹³²⁸ STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.223, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Maurício Corrêa, j. 10.10.2002, DJ 05.12.2003.

¹³²⁹ STF, Medida Cautelar em Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.244, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Maurício Corrêa, j. 10.10.2002, DJ 07.02.2003.

¹³³⁰ V. STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.223, Decisão monocrática, Relator: Ministro Marco Aurélio, j. 10.10.2009.09.2004, DJ 15.09.2004; e STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.244, Decisão monocrática, Relator: Ministro Marco Aurélio, j. 07.06.2004, DJ 11.06.2004.

Nessa última hipótese, a decisão de não decidir, enquanto postura forte de autoconceção judicial, pode ser caracterizada como uma “virtude judicial passiva”,¹³³¹ dependendo das circunstâncias políticas envolvidas no caso.

Nos três primeiros casos analisados, as alegações de inconstitucionalidade formal dos dispositivos impugnados, embora verossímeis, foram desconsideradas implicitamente, com vistas a facilitar o exercício imediato da capacidade normativa de conjuntura econômica do Poder Executivo, em um contexto político relativamente instável de reorganização estrutural do Sistema Financeiro Nacional.

Sob outro enfoque, se admitida a correção da tese de inconstitucionalidade formal nos três primeiros casos, o Supremo Tribunal Federal, ao “decidir não decidir”, prestou forte deferência à capacidade institucional de conjuntura econômica dos poderes políticos majoritários, endossando, implicitamente, uma atuação normativa *contra legem*, em termos formais, por razões consequencialistas, através de fundamentação substancial relacionada à importância prática e/ou urgência dos atos normativos impugnados, legitimando um fenômeno similar ao que Paulo Otero denomina de “Estado de Necessidade Administrativa”.¹³³²

4.3.3 Juridicidade dos planos econômicos de estabilização monetária: a jurisdição constitucional está preparada para se sujeitar ao “ônus do regulador financeiro”?

¹³³¹ A expressão é tributária dos estudos de Alexander Bickel. Esse autor, baseado na ideia de que toda instituição política tem alguma margem de discricção para definir sua agenda e os atos que serão praticados, pode adotar técnicas (“virtudes passivas”) para evitar a emissão de sua opinião imediata sobre algum tema mais controvertido e o Poder Judiciário estaria incluído nessa lógica, cf. MENDES, Conrado Hubner. *Op. Cit.*, p. 110-111. Logo, a melhor solução pode ser não decidir naquele momento, por conveniência política. Segundo enfatiza Conrado Hubner Mendes, “a participação da corte na política é mais sutil e imaginativa do que o senso comum admite (...) Nada disso é captado por teorias de interpretação, que não nos permitem ler a rica teia estratégica em que a corte está enredada” (MENDES, Conrado Hubner. *Op. Cit.*, p. 117). As “virtudes passivas” podem ser enquadradas, sem prejuízo, como estratégias minimalistas, cf. MENDES, Conrado Hubner. *Op. Cit.*, p. 120.

¹³³² A propósito da permissão para atuação administrativa excepcional *contra legem* em contextos de crises ou cenários conjunturais de instabilidade social, Paulo Otero faz as seguintes considerações, *in verbis*: “Integrando uma dimensão alternativa da legalidade administrativa, o estado de necessidade pressupõe a existência de circunstâncias de facto extraordinárias que, gerando uma necessidade e urgência de actuação, envolvem a ameaça ou a continuação de uma efectiva situação de perigo ou de dano a valores, bens ou interesses públicos cuja essencialidade da tutela exige uma intervenção administrativa que só pode ser alcançada com preterição das regras que normalmente pautam a actividade da Administração Pública” (OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011. 997). Nesse sentido, “o estado de necessidade administrativa mostra-se passível de incidir (i) sobre as normas de competência, habilitando intervenções substitutivas extraordinárias, (ii) sobre as normas formais e procedimentais, permitindo a sua preterição, ainda (iii) sobre normas definidoras da validade do objecto ou do conteúdo material das decisões, possibilitando a adopção de actos que normalmente estariam feridos de violação de lei” (OTERO, Paulo. *Op. Cit.*, p. 999).

A década de 1980 e o início da década de 1990 foram marcados por um fenômeno inflacionário intenso no Brasil. A incerteza jurídica gerada pela inflação era tão grande que motivou, politicamente, a instituição de parâmetros legais de indexação ou de correção monetária do valor nominal dos contratos ou ativos financeiros, o que era necessário para garantir um equilíbrio financeiro razoável nas relações econômicas firmadas entre as pessoas.

No entanto, aquele estado de coisas era extremamente negativo para a economia do país. Era preciso restabelecer a estabilidade monetária no país. Até a execução bem sucedida do projeto político do Plano Real, houve uma sucessão de planos econômicos de estabilidade monetária que falharam: o Plano Cruzado,¹³³³ o Plano Bresser,¹³³⁴ o Plano Verão¹³³⁵ e os Planos Collor I¹³³⁶ e II,¹³³⁷ geralmente implementados por Decretos-Lei ou, posteriormente, por Medidas Provisórias, com conversão posterior em lei. Em geral, tais atos normativos eram complementados por Resoluções do Conselho Monetário Nacional e Circulares do Banco Central do Brasil.

A rigor, um plano de estabilização monetária visa a mudar o padrão monetário e implementar ajustes nos lastros financeiros das relações econômicas, notadamente para estabelecer indexadores de preços e índices de correção monetária, a fim de efetivar um “choque monetário” que impeça a transmissão sistêmica da inflação passada para o novo regime monetário. Além disso, o cálculo de inflação é sempre retrospectivo no tempo, pois é impossível calcular inflação em tempo real.

Por tal razão, todos os planos foram acompanhados por mudanças em indexadores de preços e índices de correção monetária, com o propósito de evitar que a inflação passada contaminasse os processos de formação de preços posteriores à execução do novo padrão monetário, o que afetaria, inevitavelmente, o valor nominal dos ativos financeiros na economia nacional e o lastro financeiro dos contratos.

¹³³³ Sua execução foi iniciado com a edição do Decreto-Lei nº 2.283 e 2.284, ambos de 1986.

¹³³⁴ Implementado através do Decreto-Lei nº 2.335, de 1987.

¹³³⁵ O seu advento se deu com a edição da Medida Provisória nº 32, de 1989, convertida na Lei nº 7.730, de 1989.

¹³³⁶ Conforme a Medida Provisória nº 168, de 1990, convertida na Lei nº 8.024, de 1990.

¹³³⁷ O Plano Collor II foi executado através da Medida Provisória nº 294, de 1991, convertida na Lei nº 8.177, de 1991.

Pois bem. Os planos econômicos da estabilização monetária executados na década de 1980 não deram certo, o que gerou um sentimento social difuso hostil e de desconfiança política. Com a implementação dos planos econômicos de estabilização monetária no início do governo Collor, que envolveram, adicionalmente, o bloqueio de recursos e a transferência escritural dos valores dos depósitos bancários dos correntistas ao Banco Central do Brasil, inclusive valores depositados em cadernetas de poupança superiores a NCz\$50.000,00,¹³³⁸ nos termos do §2º do art. 6º da Lei nº 8.024, de 1990,¹³³⁹ a hostilidade e a desconfiança social atingiram grau máximo.

Para acirrar os ânimos, por outros motivos, foi decretado o *impeachment* de Collor em 1992, o que impactava, em algum grau, a credibilidade pública dos atos praticados durante seu mandato político.

Nesse contexto, milhões de ações foram ajuizadas no Brasil inteiro, questionando tanto o fato do bloqueio quanto a forma de aplicação e escolha dos índices de correção monetária, segundo os atos normativos instituidores dos planos econômicos de estabilização monetária.

No que diz respeito à forma legal de aplicação e escolha dos índices de correção monetária relativas aos planos econômicos de estabilidade monetária da década de 1990, as decisões judiciais eram, quase sempre, favoráveis às pretensões dos correntistas, fundamentadas, sobretudo, na inconstitucionalidade da mudança de índices de correção monetária previamente pactuados em contratos bancários, o que violaria a garantia constitucional do direito adquirido (art. 5º, XXXVI, da Constituição brasileira de 1988).

Não se fazia questão de discutir os objetivos regulatórios, a proporcionalidade das modificações legais ou as prováveis consequências sistêmicas das decisões, em um ambiente predominante de microjustiça. Ademais, não havia interesse institucional em

¹³³⁸ A justificativa apresentada para o bloqueio dos valores depositados em contas de caderneta de poupança era a de que isso produziria uma retração de oferta monetária na economia, inibindo, imediatamente, o efeito inercial próprio do processo de inflação.

¹³³⁹ Prescreve o dispositivo, *in verbis*: “Art. 6º Os saldos das cadernetas de poupança serão convertidos em cruzeiros na data do próximo crédito de rendimento, segundo a paridade estabelecida no § 2º do art. 1º, observado o limite de NCz\$ 50.000,00 (cinquenta mil cruzados novos). § 1º As quantias que excederem o limite fixado no *caput* deste artigo serão convertidas, a partir de 16 de setembro de 1991, em doze parcelas mensais iguais e sucessivas, segundo a paridade estabelecida no § 2º do art. 1º desta lei. (Redação dada pela Lei nº 8.088, de 1990); § 2º As quantias mencionadas no parágrafo anterior serão atualizadas pela variação do BTN Fiscal, verificada entre a data do próximo crédito de rendimento e a data do efetivo pagamento das parcelas referidas no dito parágrafo, acrescidas de juros equivalentes a seis por cento ao ano ou fração *pro rata*. (Redação dada pela Lei nº 8.088, de 1990)”.

promover processos coletivos, máxime porque as decisões eram, majoritariamente, favoráveis às pessoas.

Ademais, nenhuma instituição se insurgiu para afirmar a constitucionalidade dos planos econômicos de estabilidade monetária em controle concentrado de constitucionalidade, talvez em razão do desinteresse em enfrentar o sentimento social e político negativos sobre o tema e/ou pela falta de instrumentos processuais aplicáveis ao controle de constitucionalidade de atos normativos com eficácia exaurida ou revogados.¹³⁴⁰

Posto isso, a discussão específica sobre a juridicidade do Plano Collor I, enquanto *leading case*, chega ao Supremo Tribunal Federal pela via do controle difuso de constitucionalidade no Recurso Extraordinário nº 206.048.¹³⁴¹

Quanto ao uso de um novo índice legal de correção monetária aplicável aos saldos de caderneta de poupança, a pretensão recursal insurgia-se contra a alegação de inconstitucionalidade por violação à isonomia¹³⁴² e ao direito adquirido (ou ato jurídico perfeito). No que diz respeito à eficácia temporal da decisão, o julgamento foi realizado no ano de 2001, isto é, mais de dez anos após o início da execução do referido plano, que ocorreu em 1990. Note-se, por fim, que a discussão sobre o Plano Collor I, ao contrário dos planos econômicos anteriores, envolvia a inclusão do Banco Central do Brasil no polo passivo das demandas.

Nesse precedente estavam em jogo, para além da reafirmação da tese pretoriana consagrada no Brasil de que não há direito adquirido a regime jurídico e, conseqüentemente, a inexistência de direito adquirido a regime monetário, a análise da

¹³⁴⁰ Essa é a tese da jurisprudência predominante no Supremo Tribunal Federal. Com o advento da Lei nº 9.882, de 1999, que traz a cláusula de subsidiariedade (art. 4º, parágrafo único), tornou-se possível levar a questão ao Supremo Tribunal Federal através de Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental. Nesse sentido, foram propostas a Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 77 (Plano Real) e a Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 165 (Planos Bresser, Verão, Collor I e II), ambas pendentes de julgamento, mas com determinação de suspensão de todos os processos que tratam do assunto no Brasil até o julgamento definitivo do mérito pelo Supremo Tribunal Federal.

¹³⁴¹ STF, Recurso Extraordinário nº 206.048, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Marco Aurélio; Relator para acórdão: Ministro Nelson Jobim, j. 15.08.2001, DJ 19.10.2001.

¹³⁴² A alegação de isonomia era muito frágil, porque se sustentava no fato de que os saldos de cadernetas de poupança com “aniversário” na primeira quinzena do mês de março de 1990 teriam sido corrigidos pelo índice de correção monetária antigo, enquanto os saldos de cadernetas de poupança com “aniversário” na segunda quinzena do mês de março de 1990, já sob a égide da lei instituidora do Plano Collor I, foram corrigidas pelo novo índice, que era percentualmente bem menor. Como o fato gerador do direito à incidência de correção monetária, em caderneta de poupança, ocorre no dia do fim do período aquisitivo de 30 dias (aniversário), a nova lei monetária se aplicaria para frente de forma sucessiva, não havendo desigualdade jurídica de tratamento.

legitimidade democrática do conteúdo da Lei nº 8.024, de 1990, resultante de medida provisória editado pelo Presidente da República, por um lado, e a alegação de violação a direito fundamental, de outro.

No entanto, fez-se uso, mais uma vez, de considerações estritamente dogmáticas para afirmar-se que, *a contrario sensu*, não se visualizava violação aos princípios da isonomia e do direito adquirido. Assim, prestou-se “deferência implícita” à escolha política majoritária com o provimento ao recurso, por maioria de votos.¹³⁴³

Após o resultado do julgamento, o Superior Tribunal de Justiça, que decidia em sentido contrário, mudou integralmente sua jurisprudência por deliberação de sua Corte Especial.¹³⁴⁴

Tal estratégia judicial dogmática foi seguida em outros precedentes posteriores à decisão em comento em relação a outros planos econômicos de estabilidade monetária, com destaque para o Recurso Extraordinário nº 141.190¹³⁴⁵, em 2005, o Recurso Extraordinário nº 136.901,¹³⁴⁶ em 2006, assim como na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 608,¹³⁴⁷ em 2007.

¹³⁴³ Esse resultado deu ensejo à edição do Enunciado da Súmula nº 725 do Supremo Tribunal Federal, segundo a qual o art.6º, §2º, da Lei nº 8.024, de 1990, é constitucional.

¹³⁴⁴ V. STJ, EREsp nº 168599, Corte Especial, Rel. Ministro Nilson Naves, Rel. p/ Acórdão Ministro Edson Vidigal, j. 24.06.2002, DJ 04.10.2004; e EREsp nº 169.940, Corte Especial, Rel. Ministro José Delgado, j. 28.11.2002, DJ 24.02.2003.

¹³⁴⁵ STF, Recurso Extraordinário nº 141.190, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Ilmar Galvão; Relator para acórdão: Ministro Nelson Jobim, j. 14.09.2005, DJ 26.05.2006. Eis a ementa: “APLICAÇÕES EM CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS BANCÁRIOS COM VALOR DE RESGATE PRÉ-FIXADO - CDB. DL 2.335 DE 12.6.1987 (CONGELAMENTO DE PREÇOS E SALÁRIOS POR 90 DIAS). PLANO BRESSER. DEFLAÇÃO. TABLITA. APLICAÇÃO IMEDIATA. ALTERAÇÃO DE PADRÃO MONETÁRIO. ALEGAÇÃO DE OFENSA AO ATO JURÍDICO PERFEITO. O plano Bresser representou alteração profunda nos rumos da economia e mudança do padrão monetário do país. Os contratos fixados anteriormente ao plano incorporavam as expectativas inflacionárias e, por isso, estipulavam formas de reajuste de valor nominal. O congelamento importou em quebra radical das expectativas inflacionárias e, por consequência, em desequilíbrio econômico-financeiro dos contratos. A manutenção íntegra dos pactos importaria em assegurar ganhos reais não compatíveis com a vontade que deu origem aos contratos. A tablita representou a consequência necessária do congelamento como instrumento para se manter a neutralidade distributiva do choque na economia. O decreto-lei, ao contrário de desrespeitar, prestigiou o princípio da proteção do ato jurídico perfeito (art. 5º XXXVI, da CF) ao reequilibrar o contrato e devolver a igualdade entre as partes contratantes”.

¹³⁴⁶ STF, Recurso Extraordinário nº 136.901, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Marco Aurélio; Relator para acórdão: Ministro Nelson Jobim, j. 15.03.2006, DJ 02.06.2006. Eis a ementa: “TABLITA. PLANO CRUZADO. REGRA DE DEFLAÇÃO DO DECRETO-LEI 2.284/86. PRINCÍPIOS DO DIREITO ADQUIRIDO, DO ATO JURÍDICO PERFEITO E DA COISA JULGADA. ALTERAÇÃO DE PADRÃO MONETÁRIO. 1. No julgamento do RE 141.190, o plenário do STF entendeu que o fator de deflação veio a preservar o equilíbrio econômico-financeiro inicial dos contratos, diante da súbita interrupção do processo inflacionário. A manutenção dos contratos então vigentes - que traziam embutida a tendência inflacionária - importaria em ganhos irreais, desiguais e incompatíveis com o pacto firmado entre as partes antes da alteração radical do ambiente monetário e econômico. 2. Também por isso se

Pois bem. O uso de estratégias judiciais estritamente dogmáticas para resolver questões com repercussão sistêmica geram algumas dúvidas. Além disso, o Supremo Tribunal Federal adotou tese que ia de encontro à jurisprudência que havia se formado ao longo dos anos nos demais Tribunais brasileiros, inclusive no Superior Tribunal de Justiça.

Pergunta-se: será mera questão dogmática? Quem estava certo? As consequências da decisão, em termos de contingências a serem pagas pelo Banco Central do Brasil no caso de condenação ao pagamento de valores relativos a expurgos, foram levadas em conta? Se não há direito adquirido a regime jurídico monetário, o Estado está livre para decidir? Qual a eficácia dos direitos fundamentais no âmbito do direito monetário? Enfim, é possível cogitar de diversas perguntas e o certo é que o Supremo Tribunal Federal adotou uma postura minimalista, amparada em argumentos estritamente dogmáticos.

Por fim, deve-se frisar que a questão ainda não está superada, pois ainda pendem de julgamento pelo Supremo Tribunal Federal a Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 77¹³⁴⁸ (Plano Real) e a Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 165 (Planos Bresser, Verão, Collor I e II), assim como recursos nos quais houve o reconhecimento de repercussão geral.¹³⁴⁹

confirmou a tese de que normas de ordem pública que instituem novo padrão monetário têm aplicação imediata em relação aos contratos em curso como forma de reequilibrar a relação jurídica antes estabelecida. 3. O Plano Funaro (Cruzado) também representou mudança de padrão monetário e alteração profunda dos rumos econômicos do país e, por isso, a esse plano econômico também se aplica a jurisprudência assentada no julgamento do RE 141.190. Negado provimento ao recurso.”

¹³⁴⁷ STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 608, Tribunal Pleno, Relatora Ministra Carmen Lúcia, j. 31.05.2007, DJ 16.08.2007.

¹³⁴⁸ Interessante é destacar trecho da decisão liminar de suspensão dos processos em curso, em que são feitas considerações sobre o regime monetário de transição para o Plano Real (art. 38 da L. 8.880, de 1994), *in verbis*: “(...) São patentes a relevância jurídica e econômico-financeira da controvérsia, acerca da validade, ou não, da regra legal de transição questionada, assim como a existência, a propósito, de decisões jurisdicionais divergentes, algumas das quais já em processo de execução, outras, pendentes de julgamento de ações rescisórias. A seriedade da questão de mérito é inequívoca, sobretudo na medida em que envolve pendências judiciais vultosas, não apenas entre agentes econômicos privados, mas também com o Tesouro Nacional. Assim, da decisão dela pode resultar o surgimento - dos armários até aqui aparentemente tranqüilos do Plano Real - de um novo "esqueleto" de dimensões imprevisíveis”. STF, Medida Cautelar em Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental nº 77, Decisão monocrática, Rel. Ministro Sepúlveda Pertence, j. 21.08.2006, DJ 24.08.2006.

¹³⁴⁹ Os recursos nos quais houve o reconhecimento de repercussão geral são os seguintes: STF, Agravo de Instrumento nº 722.834, Relator: Ministro Dias Toffoli, j. 15.04.2010, DJe 30.04.2010 (Planos Bresser e Verão); STF, Recurso Extraordinário nº 591.797, Relator: Ministro Dias Toffoli, j. 15.04.2010, DJe 30.04.2010 (Plano Collor I, para valores não bloqueados pelo Banco Central do Brasil); STF, Agravo de Instrumento nº 751.521, Relator: Ministro Gilmar Mendes, j. 13.08.2010, DJe 24.09.2010 (Plano Collor I, para valores bloqueados pelo Banco Central do Brasil); STF, Agravo de Instrumento nº 754.745, Relator:

A propósito, a tendência judicial nesses casos pendentes é a manutenção de uma postura minimalista fundada em argumentos dogmáticos, basicamente através da sustentação da tese de inexistência de direito adquirido a regime jurídico monetário, embora a questão pertinente à eficácia temporal da decisão seja problemática, já que diversos processos individuais e coletivos sobre o tema encontram-se em trâmite ou com trânsito em julgado.

Logo, por não estar institucionalmente preparado para tanto, a reafirmação de sua tradicional jurisprudência sobre o tema é uma tendência forte e é legítimo que o Supremo Tribunal Federal não deve assumir um amplo “ônus do regulador financeiro”, pois sua função constitucional não é essa. Vale dizer, em termos de estratégia judicial, é provável que o Supremo Tribunal Federal mantenha sua coerência institucional e adote uma postura minimalista quanto à matéria.

4.3.4 A interpretação do art. 25, §1º, I, do ADCT da Constituição pelo Supremo Tribunal Federal: o risco sistêmico pode resultar de decisão judicial?

As chamadas “delegações legislativas” sempre foram extremamente criticadas pelos doutrinadores do Direito Público clássico. Além dessa estratégia regulatória institucional, pretensamente, violar um padrão tradicional considerado ideal do modelo de separação de poderes, o período ditatorial brasileiro acirrou os ânimos a respeito do tema, pois a delegação representava, para muitos, um convite à arbitrariedade administrativa e afronta à proteção do administrado conferida pelo princípio da legalidade, sem que houvesse instrumentos eficientes de controle da discricionariedade administrativa.

A solução dada à questão pelo Poder Constituinte Originário foi a inserção, no art. 25 do Ato de Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição brasileira de 1988, da prescrição de revogação de “todos os dispositivos legais que atribuam ou deleguem a órgão do Poder Executivo competência assinalada pela Constituição ao Congresso Nacional”, a partir de cento e oitenta dias de sua promulgação, “sujeito este prazo a prorrogação por lei”, especialmente quanto à “ação normativa” (inciso I).

Ministro Gilmar Mendes, j. 13.08.2010, DJe 20.05.2011 (Plano Collor II, para valores não bloqueados pelo Banco Central do Brasil); STF, Recurso Extraordinário nº 595.107, Relator: Ministro Menezes Direito, j. 28.05.2009, DJe 28.08.2009 (Plano Real).

No âmbito do Sistema Financeiro Nacional, diversos órgãos exerciam função normativa com base em atos normativos anteriores à Constituição brasileira de 1988, notadamente o Conselho Monetário Nacional, com fundamento no art. 4º da Lei nº 4.595, de 1964. Daí a questão: como viabilizar a subsistência da habilitação legal para o exercício das atribuições institucionais desses órgãos com função normativa? A resposta política, lastreada em interpretação estrita do dispositivo, foi autorizar a prorrogação da “ação normativa” por lei, conforme preceituado constitucionalmente.

Após a edição de leis que prorrogavam, por tempo determinado, a eficácia normativa dos dispositivos legais que haviam atribuído ou delegado, ao Conselho Monetário Nacional e ao Conselho Nacional de Seguros Privados, competências assinaladas pela Constituição ao Congresso Nacional (Leis nº 7.892, de 1989, nº 8.056, de 1990, nº 8.127, de 1990, e 8.201, de 1991), editou-se a Lei nº 8.392, de 1991, na qual o art. 1º preceitua que a prorrogação se dará “até a data da promulgação da lei complementar de que trata o art. 192 da Constituição Federal”, o que foi confirmado pela nova redação dada, sem alteração substancial, pelo art. 73 da Lei nº 9.069, de 1995.

Pois bem. Conforme já explicado, o Supremo Tribunal Federal, na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4, havia decidido que a limitação de taxas de juros reais a doze por cento ao ano, no sistema financeiro nacional, estava sujeita, para sua plena eficácia, à edição de lei complementar.

No entanto, criou-se uma tese, com grande aceitação nos Tribunais brasileiros, especialmente no Tribunal de Justiça do Estado de Minas Gerais, no sentido de que teria havido a revogação da Lei nº 4.595, de 1964, pelo art. 25 do Ato de Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição brasileira de 1988, na parte em que estabelece a competência do Conselho Monetário Nacional para regular taxas de juros bancários. Logo, a Lei de Usura tinha restaurado sua eficácia no âmbito do Sistema Financeiro Nacional.

O *leading case* da questão é o Recurso Extraordinário nº 286.963,¹³⁵⁰ de 2005, julgado pela Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal.

O Ministro Relator, Sepúlveda Pertence, deu provimento ao recurso sob o argumento de que o objeto da revogação estabelecida pelo referido art. 25 seria “a competência atribuída ou delegada a órgão do Poder Executivo pela legislação pré-

¹³⁵⁰ STF, Recurso Extraordinário nº 286.963, Primeira Turma, Relator Ministro Sepúlveda Pertence, j. 24.05.2005, DJ 20.10.2006.

constitucional”,¹³⁵¹ não incidindo sobre as normas editadas durante a delegação, o que validaria as conclusões do Parecer SR-70 da Consultoria Geral da República e a Circular do Banco Central do Brasil sobre taxas de juros editadas durante o lapso de 180 dias prescrito no mesmo artigo da Constituição brasileira de 1988, não havendo, no Direito Constitucional brasileiro, o fenômeno da inconstitucionalidade formal superveniente,¹³⁵² no que foi acompanhado pelo Ministro Cezar Peluso.¹³⁵³

Não obstante, após debates orais com o Ministro Marco Aurélio, o Ministro Relator esclareceu que, em primeiro lugar, não houve a revogação da Lei nº 4.595, de 1964, e, em segundo lugar, mesmo que houvesse a revogação da delegação após o prazo de 180 dias, as normas editadas com base na delegação não estariam revogadas.¹³⁵⁴

Em sentido contrário, o Ministro Marco Aurélio dissentiu. Sustentou o Ministro que não era razoável aceitar uma “sucessividade de leis elastecendo um prazo de 180 dias de forma indeterminada”¹³⁵⁵ com duração de mais de dezesseis anos do advento da Constituição brasileira de 1988, de modo que deveria ser declarada, incidentalmente, além da revogação da Lei nº 4.595, de 1964, a inconstitucionalidade da Lei nº 9.069, de 1995, por ser a última lei de prorrogação,¹³⁵⁶ sob a premissa de que o texto constitucional pôs um “ponto final nas delegações”,¹³⁵⁷ no que foi acompanhado pelo Ministro Carlos Britto.

O Ministro Eros Grau, por sua vez, assentou que o caso da regulação das taxas de juros não se refere à delegação normativa, mas se trata de “mera atribuição de função normativa”.¹³⁵⁸ Assim, o art. 25 permite o exercício de capacidade normativa de

¹³⁵¹ Fl. 5 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁵² Fl. 9 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁵³ Ou seja, “o Supremo Tribunal Federal, no REExt 286.963/MG, analisando, de forma objetiva, a literalidade do dispositivo transitório, considerou que este destinava-se às leis anteriores à CF88 que delegavam ou atribuíam competência normativa aos órgãos do Poder Executivo, porém não aos atos regulamentares expedidos com base nelas”, cf. WILLHELM, Camila Neves. *O Poder Normativo do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central diante do Artigo 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição Federal de 1988*. In: Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 5, nº 2, 2011, p. 74.

¹³⁵⁴ Fl. 12 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁵⁵ Fl. 16 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁵⁶ Fl. 17 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁵⁷ Fl. 35 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁵⁸ Fl. 24 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

conjuntura econômica do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, “enquanto não houver lei regulando a matéria, mediante ação do Poder Executivo ou órgão do Poder Executivo”,¹³⁵⁹ para não se “instalar a desordem”,¹³⁶⁰ isto é, devia-se decidir o caso com prudência¹³⁶¹ e não “instalar o caos” em nome da razoabilidade,¹³⁶² tendo em vistas as consequências sistêmicas negativas da revogação da Lei nº 4.595, de 1964, para o país.¹³⁶³

Durante os debates orais, viu-se uma grande discordância entre os Ministros Eros Grau, que se mostrou preocupado com as consequências práticas da revogação da Lei nº 4.595, de 1964, para a política econômica do país, e entre o Ministro Marco Aurélio, que afirmou estar compromissado com a Constituição e que não estava no Supremo Tribunal Federal “para ser um prático”.¹³⁶⁴

Em suma, o resultado de maioria apertada (3 a 2), em deliberação que não ocorreu no Plenário a despeito da importância sistêmica da decisão, causa algumas perplexidades. Conquanto o resultado desse julgamento seja seguido, amplamente, pelos demais Ministros do Supremo Tribunal Federal nos anos seguintes, que, inclusive, decidem de forma monocrática com base nela, por pouco o Tribunal constitucional brasileiro deixou de dar sustentação jurídica a toda a atividade normativa exercida pelas principais autoridades reguladoras financeiras do país.

É importante enfatizar que a tese vencedora não afirma, peremptoriamente, a juridicidade da Lei nº 4.595, de 1964, a partir da Constituição brasileira de 1988, com base no art. 25, I, do Ato de Disposições Constitucionais Transitórias, conjugado com o art. 73 da Lei nº 9.069, de 1995.

Por sua vez, a corrente minoritária dissidente não fez alusão, em nenhum momento, a eventual modulação temporal da eficácia da decisão, além de ignorar as advertências feitas nos debates orais sobre as consequências sistêmicas da decisão.

O Brasil, nesse julgamento, correu um sério risco sistêmico de consequências sociais imprevisíveis. Segundo a tese minoritária, o Sistema Financeiro Nacional e a

¹³⁵⁹ Fl. 25 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁶⁰ Fl. 25 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁶¹ Fl. 26 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁶² Fl. 28 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁶³ Cf. fl. 29 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

¹³⁶⁴ Fl. 38-39 do inteiro teor do acórdão do RE nº 286.963.

estrutura regulatória da Lei nº 4.595, de 1964 não teria fundamento constitucional e o Congresso Nacional deveria regular o assunto, por tempo indeterminado, até deliberação legislativa sobre a lei complementar a ser editada com fundamento no art. 192, gerando, potencialmente, um estado intenso de insegurança jurídica.

Portanto, adotada a tese minoritária, o país ficaria sem suas principais autoridades reguladoras financeiras, além de despidas de eficácia quase toda a regulação por elas editada após o advento da atual Constituição.

4.3.5 Desenho institucional e blindagem de dirigentes de autoridades reguladoras financeiras: o caso do Ministro-Presidente do Banco Central do Brasil e a eficácia argumentativa dos *Core Principles* do Comitê de Supervisão Bancária de Basileia.

Em 2004, houve uma grande polêmica política: havia sido editada a Medida Provisória nº 207, posteriormente convertida na Lei nº 10.683, de 2004, que atribuiu, no seu art. 2º, *status* de Ministro ao Presidente do Banco Central do Brasil, em que uma das principais consequências seria a extensão do direito à prerrogativa de foro, própria de todos os Ministros de Estado segundo a Constituição brasileira de 1988, ao Presidente do Banco Central do Brasil.

Tal disposição normativa foi impugnada através das Ações Diretas de Inconstitucionalidade de nº 3.289 e 3.290, propostas, respectivamente, pelo Partido da Frente Liberal (PFL) e Partido da Social Democracia Brasileira (PSDB), que eram partidos de oposição ao governo naquele momento.

Os fundamentos jurídicos apresentados eram similares e diziam respeito, principalmente, à alegação de que a medida afrontaria o modelo de estrutura administrativa preconizado na Constituição brasileira de 1988, que, em especial, sujeitava a disciplina de organização administrativa dos reguladores do Sistema Financeiro Nacional à reserva de lei complementar (art. 192). Ambos os processos foram julgados em conjunto no mesmo dia¹³⁶⁵ pelo Relator Ministro Gilmar Mendes.

Em si, a discussão do caso, que é estritamente formal, não guarda muita relevância com os propósitos do presente tópico, haja vista o entendimento de que a organização dos Ministérios (art. 87) estaria sujeita, tão somente, à disciplina por lei

¹³⁶⁵ STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 3.289, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Gilmar Mendes, j. 05.05.2005, DJ 03.02.2006; e STF, Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 3.290, Tribunal Pleno, Relator: Ministro Gilmar Mendes, j. 05.05.2005, DJ 03.02.2006.

ordinária, não fosse a ênfase dada pelo Ministro Relator ao papel institucional do Presidente do Banco Central do Brasil para o país,¹³⁶⁶ bem como a necessidade de sua proteção insitucional conforme os “‘Princípios Essenciais da Basiléia’ ou ‘Princípios Essenciais para uma Supervisão Bancária Eficaz’”,¹³⁶⁷ pois o Brasil tem compromisso institucional com os “princípios fundamentais que regem o Banco de Compensações Internacionais”.¹³⁶⁸

Ora, a alusão a diretrizes internacionais de regulação financeira sistêmica é um avanço institucional relevante na forma de deliberação do Supremo Tribunal Federal que deve ser comemorado, assim como o seu uso como argumento forte para reforçar a juridicidade da interpretação constitucional realizada no caso concreto, com base no texto constitucional.

Portanto, a análise formal das razões políticas voltadas à proteção institucional do Presidente do Banco Central do Brasil, com base, principalmente, no art. 87 da Constituição brasileira de 1988 (razões formais), foram conjugadas com razões materiais oriundas de deliberações internacionais sobre padrões a serem seguidos para uma adequada regulação financeira sistêmica do país.

4.3.6 A exigência de reputação ilibada para agentes do sistema financeiro nacional: presunção de não culpabilidade e o controle de proporcionalidade de autorizações administrativas para atuação no mercado financeiro.

O último caso, que ainda não foi submetido à apreciação pelo Supremo Tribunal Federal, mas somente às instâncias judiciais ordinárias, diz respeito à normatividade da exigência de reputação ilibada para agentes do Sistema Financeiro Nacional¹³⁶⁹, especificamente o exercício de cargos em órgãos estatutários em instituições fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil.

No âmbito das atribuições institucionais do Banco Central do Brasil, o tema foi inicialmente objeto de regulação pela Resolução nº 3.041 do Conselho Monetário Nacional, de 2002, que estabelece, no inciso I do art. 2º, além de outros requisitos

¹³⁶⁶ Fl. 12 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 3.289.

¹³⁶⁷ Fl. 21-22 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 3.289.

¹³⁶⁸ Fl. 23 do inteiro teor do acórdão da ADI nº 3.289.

¹³⁶⁹ A exigência capacidade técnica e reputação ilibada constava do texto do §1º do art. 192 da Constituição brasileira de 1998, revogado pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003.

obrigatórios, a exigência de reputação ilibada para os pretendentes a cargos que envolvem a gestão das instituições financeiras ou instituições autorizadas a funcionar pela autarquia.

Tal regulação foi aprimorada pela Resolução nº 4.122 do Conselho Monetário Nacional, de 2012, que, no Regulamento Anexo II, dispõe que a exigência de reputação ilibada permanece (art. 2º), sendo a avaliação (art. 3º) sujeita à verificação de “situações e ocorrências”, tais como: processo crime ou inquérito policial a que esteja respondendo o eleito ou o nomeado, ou qualquer sociedade de que seja ou tenha sido, à época dos fatos, controlador ou administrador (inciso I); processo judicial ou administrativo que tenha relação com o Sistema Financeiro Nacional (inciso II); outras situações, ocorrências ou circunstâncias análogas julgadas relevantes pelo Banco Central do Brasil (inciso III), tendo em vista o “interesse público” no caso concreto (Parágrafo único).

Dito isso, é possível inferir que a exigência normativa de reputação ilibada contém uma forte racionalidade regulatória fundada na moralidade, ao pretender regular o acesso ou entrada, nos órgãos ou quadros estatutários de instituições fiscalizadas pela Autarquia, de pessoas que não externam confiança na gestão de recursos financeiros.

Se o elemento fundamental do mercado financeiro é a confiança, gerada pela credibilidade e atuação proba no relacionamento dos agentes financeiros entre si, a reputação ilibada é adequada ao objetivo de inibir o acesso ou entrada de pessoas com atuação social moralmente reprovável.

A propósito, cumpre mencionar interessante precedente sobre tema tão recente nos Tribunais. Trata-se do Agravo de Instrumento nº 2010.02.01.009780-7¹³⁷⁰, julgado monocraticamente, no âmbito do Tribunal Regional da 2ª Região.

Nesse caso, os administradores e o controlador de sociedade em constituição para atuar no mercado de câmbio haviam sido denunciados por crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e lavagem de dinheiro. No caso, reputou-se válido, ainda que em sede liminar, o ato administrativo que reconheceu a inexistência de reputação ilibada.

Além disso, fez-se questão de frisar na decisão acima mencionada o fato de que “a autorização para funcionamento de instituição submetida a controle e fiscalização pelo BC, sofre limitações ao livre exercício da atividade econômica (CF art. 170, parágrafo único e 192 *caput*)”, o que tornaria atenuada a eficácia do princípio da

¹³⁷⁰ TRF 2ª Região, Agravo de Instrumento nº 2010.02.01.009780-7, Decisão monocrática, Relator Juiz Eugênio Rosa Araújo, j. 29.07.2010. DJ 29.07.2010.

presunção de inocência, conforme alguns precedentes esparsos do Superior Tribunal de Justiça e do Supremo Tribunal Federal sobre assuntos diversos.

Recentemente, foram proferidas quatro sentenças no âmbito da Seção Judiciária do Estado do Rio de Janeiro sobre o tema. Em todas foi reconhecida a legitimidade da exigência de reputação ilibada, reputando hígidos os atos de indeferimento de pedidos de homologação de nomes para compor órgãos societários de instituições fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil.

No processo nº 0003782-26.2012.4.02.5101, foi reconhecida a validade do ato administrativo que indeferiu a homologação do nome do autor para o exercício do cargo de conselheiro fiscal de cooperativa, tendo em vista a aplicação da pena de inabilitação temporária por um ano (art. 44, §4º, da Lei 4595, de 1964). No trecho principal da fundamentação da sentença, consignou-se que “o autor, ao juízo de discricionariedade técnica do BACEN, não possui reputação ilibada, em vista do conjunto do seu histórico no trato com o sensível e complexo sistema financeiro nacional”.¹³⁷¹

Sem embargo, cita-se o processo nº 0043134-88.2012.4.02.5101, no qual eleito para o cargo de Diretor Financeiro de cooperativa se insurge contra o indeferimento administrativo do pedido de homologação do seu nome por ter sido apenado com pena de inabilitação temporária por três anos, ainda pendente recurso no âmbito do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Quanto ao requisito da reputação ilibada, consta na sentença que “(...) essa exigência constitui o mais basilar requisito para aquele que pretenda exercer função que possa comprometer a hígidez do sistema financeiro”.

Em seguida, o juiz afirma não haver “excesso de poder regulamentar, por parte da autoridade, ou mesmo ausência de razoabilidade a legitimar a atuação do Poder Judiciário”, sendo “salutar a conduta zelosa empreendida pela autoridade coatora, com vistas a assegurar o caráter de respeitabilidade e credibilidade, através do afastamento de situações que coloquem em risco a estabilidade do sistema”.¹³⁷²

No processo nº 0046384-32.2012.4.02.5101, em que o autor, eleito para exercer o cargo de Diretor Administrativo de cooperativa, também foi apenado com pena de inabilitação temporária por três anos, ainda pendente recurso no CRSFN, entendeu-se

¹³⁷¹ JFRJ, Processo nº 0003782-26.2012.4.02.5101, 17ª Vara Federal Cível, Juiz Eugênio Rosa de Araújo, DJe 28.09.2012.

¹³⁷² JFRJ, Processo nº 0043134-88.2012.4.02.5101, 22ª Vara Federal Cível, Juiz Rafael de Souza Pereira Pinto, DJe 01.03.2013.

que, “se não há direito subjetivo algum à nomeação, não há que se falar em arbitrariedade praticada pela autoridade apontada como coatora, posto que a não nomeação do candidato eleito foi devidamente fundamentada”.¹³⁷³

Por fim, no processo nº 0041277-07.2012.4.02.5101, discute-se o indeferimento da homologação do nome do impetrante, eleito para o exercício do cargo de Diretor Vice-Presidente de cooperativa, tendo em vista a pena de inabilitação temporária por três anos a ele aplicada, pendente recurso administrativo no CRSFN. No caso, afastou-se a alegação de presunção constitucional de inocência por não ter pertinência com aspectos regulatórios, eis que “a confiança que a gestão do impetrante deve inspirar na entidade em que atua e, também, no seio do sistema financeiro restou irremediavelmente maculada pela punição de inabilitação temporária”.¹³⁷⁴

Logo, infere-se dos casos uma clara aplicação fraca da proporcionalidade ou uma postura jurisdicional de deferência institucional à avaliação regulatória do Banco Central do Brasil quanto à aplicação da aludida Resolução, a fim de definir, à luz do caso concreto, se o pretendente poderá integrar órgãos ou o quadro estatutário de instituições fiscalizadas pela autarquia.

A rigor, o poder normativo do Conselho Monetário Nacional para disciplinar a questão não parece contestável, tendo em vista o aspecto sistêmico da exigência de reputação ilibada, ou seja, a validade normativa da Resolução parece evidente.

No entanto, a avaliação concreta da reputação ilibada não é uma tarefa fácil, pois envolve a consideração de aspectos jurídicos que fogem à lógica técnica das capacidades institucionais e se aproximam, mais intensamente, da discussão acerca da eficácia dos direitos fundamentais, notadamente a presunção de não culpabilidade (art.5º, LVII)¹³⁷⁵ e o direito ao livre exercício de atividade profissional, “atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer” (art. 5º, XIII),¹³⁷⁶ sendo certo que a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal não é clara a respeito do alcance e conteúdo da eficácia de ambos os direitos fundamentais, o que dificulta a aferição de

¹³⁷³ JFRJ, Processo nº 0046384-32.2012.4.02.5101, 15ª Vara Federal Cível, Juíza Carmen Silva Lima de Arruda, DJe 25.03.2013.

¹³⁷⁴ JFRJ, Processo nº 0041277-07.2012.4.02.5101, 17ª Vara Federal Cível, Juíza Marianna Carvalho Bellotti, DJe 29.04.2013.

¹³⁷⁵ Artigo 5º, LVII, da Constituição brasileira de 1988: “ninguém será considerado culpado até o trânsito em julgado de sentença penal condenatória”.

¹³⁷⁶ Artigo 5º, XIII, da Constituição brasileira de 1988: “é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer”.

proporcionalidade da regulação pretendida, destinada a impedir o acesso ou entrada de pessoas sem “reputação ilibada” nos órgãos e quadros de instituições fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil.

No entanto, os precedentes favoráveis à Autarquia citados acima demonstram que a tendência de aplicação mais forte da proporcionalidade como parâmetro material de decisão judicial quanto ao tema não se confirmou, pois, de modo geral, entendeu-se válida e razoável a motivação dos atos administrativos quanto à inexistência de “reputação ilibada” nos casos analisados, em deferência à capacidade institucional do Banco Central do Brasil.

CONCLUSÃO

Nas últimas décadas, o Brasil vem passando por processos institucionais significativos de evolução das políticas públicas no âmbito financeiro, cujo resultado é a instauração de um novo paradigma econômico de razoável estabilidade financeira ao longo do tempo. Hoje, os fundamentos da economia brasileira são mais fortes do que em passado muito recente.

No entanto, os processos institucionais de progresso regulatório no âmbito da regulação financeira sistêmica não são simples. Em relação ao ponto, podem ser destacadas três controvérsias fundamentais de ordem moral, política e jurídico-dogmática sobre o sistema financeiro.

O sentimento social hostil, derivado da falta de compreensão da funcionalidade do sistema financeiro para o crescimento e desenvolvimento econômico do país, prejudica o debate sobre propostas de aprimoramento regulatório, o que é agravado pela dificuldade de exercício da cidadania quanto ao tema, tendo em vista o baixo nível de educação e inclusão financeira do brasileiro (controvérsia moral).

Sem embargo, a importância do sistema financeiro para a sociedade como um todo é um foco intenso de atração de condutas políticas oportunistas imediatistas, considerados especialmente os ciclos político-eleitorais, sendo certo que diversos segmentos políticos não se conformam, principalmente, com o amplo poder normativo outorgado às autoridades reguladoras financeiras.

Quanto ao ponto, o que se pode afirmar é que a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo é uma questão de justiça básica e a inércia política em se instituir o modelo de agências reguladoras financeiras no Brasil, sobretudo a outorga de autonomia legal ao Banco Central do Brasil, é prejudicial ao país porque, dentre outros efeitos, representa um risco adicional que tornam mais onerosos os custos de financiamento público e privado no âmbito doméstico e internacional, em um país que ainda sofre pressões inflacionárias sistêmicas provenientes de processos de indexação em diversos vínculos jurídicos socialmente importantes (controvérsia política).

Por fim, a subsistência da defesa do legalismo maximalista no Direito Administrativo brasileiro, com alta carga dogmática sob o aspecto jurídico-formal, é fator impeditivo à contribuição mais efetiva do Direito para o aperfeiçoamento dos processos regulatórios. Atualmente, a Administração Pública está sob um novo paradigma de *better regulation*, predominantemente voltado a resultados e aberto à

participação democrática para a construção das melhores soluções regulatórias possíveis. Não faz mais nenhum sentido, à luz da Constituição brasileira de 1988, o “entrincheiramento” dos operadores jurídicos no discurso da legalidade estrita ou do legalismo maximalista (controvérsia jurídico-dogmática).

Pois bem. O objeto inicial do primeiro capítulo é a apresentação das características essenciais das atividades financeiras, sucedida por uma análise do processo histórico de criação de Bancos Centrais e do surgimento da regulação financeira dos mercados.

A compreensão das características essenciais das atividades financeiras pode ser inferida de um “esquema financeiro básico”, em que captadores superavitários (poupança) e tomadores deficitários (investimento ou consumo) interagem, em regra, através de intermediários financeiros, notadamente as instituições financeiras bancárias. No âmbito do “esquema financeiro básico”, as relações financeiras sujeitam-se ao fenômeno do monetarismo, em que o valor da moeda está lastreado, basicamente, na confiança depositada na capacidade financeira do emissor.

Quanto às instituições financeiras bancárias, cujas atividades envolvem o uso do multiplicador bancário com moeda escritural, exigências fundamentais de solvência e liquidez são essenciais ao funcionamento socialmente adequado do sistema financeiro. Nada obstante, no que diz respeito à moeda, dotada de reciprocidade, espera-se que ela seja apta a cumprir suas funções básicas de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor, embora a moeda não seja uma garantia intrínseca de valor haja vista sua variação nominal ao longo do tempo.

A propósito, o desenvolvimento do capitalismo no século XVII impulsiona o início de um processo histórico de ascensão dos bancos modernos, que utilizam o multiplicador bancário com moeda escritural, assim como se observa a criação do Banco da Inglaterra, reputado o primeiro Banco Central, inicialmente instituído para servir como banco do governo e, posteriormente, como monopolista no controle de emissão de moeda.

Durante os séculos XVII a XIX, há a assunção de funções típicas por Bancos Centrais, quais sejam: (i) gerir o monopólio de emissão de moeda (*central banking system*), a oferta de crédito na economia e o meio circulante; (ii) ser banqueiro do governo; (iii) coordenar sistemas interbancários de pagamentos e compensações (bancos dos bancos); (iv) atuar como prestamista de última instância; e (v) assessorar o governo.

Na segunda metade do século XX, substituído o padrão ouro-libra pelo ouro-dólar como referência monetária internacional após o final da Segunda Guerra Mundial (acordo de *Bretton Woods*), observa-se uma notável expansão do sistema financeiro internacional.

Tal expansão resultou da globalização dos mercados financeiros, impulsionada a partir da década de 1960 e 1970 conjuntamente com o fim do acordo de *Bretton Woods*, que institucionaliza um “mercado de moedas fiduciárias internacionais”.

Concomitantemente, assiste-se à ascensão de grandes conglomerados financeiros mundiais, bem como o surgimento e evolução de novos produtos e mercados financeiros paralelos à estrutura bancária tradicional, cujo processo é acelerado pela revolução dos meios de comunicação e informática, segundo uma conjuntura política e econômica mundial favorável à desregulação e liberalização dos mercados que se manteve forte até a crise do segmento imobiliário *subprime* norte-americano, ocorrida em 2007, que constituiu o motivo determinante da última crise financeira mundial.

A propósito, a crise do segmento imobiliário *subprime* norte-americano contém aspectos relevantes ao estudo da regulação financeira sistêmica, razão por que se reputa extremamente útil expor uma análise detalhada das razões que levaram à sua eclosão, que implica em abordar mudanças regulatórias, questões macroeconômicas e microeconômicas referentes à história econômica norte-americana desde a ocorrência da crise da Bolsa de Valores de Nova Iorque em 1929.

Após o *crash* de 1929, edita-se nos Estados Unidos da América o *Glass-Steagall Act* em 1933, que, dentre diversas medidas, estabelece a segregação da estrutura regulatória para bancos comerciais e bancos de investimento, com vistas a controlar, com mais intensidade, por restrições regulatórias prudenciais, as atividades dos bancos comerciais, consideradas mais arriscadas à higidez do sistema financeiro.

Ao longo dos anos seguintes, foram efetuadas diversas reformas regulatórias liberalizantes que abrandaram a intensidade regulatória sobre todo o sistema financeiro norte-americano e, nas últimas décadas, é possível perceber um processo claro de concentração de poder econômico em razão da consolidação de grandes conglomerados financeiros, incentivados pela retirada de proteções normativas a associações de poupança e empréstimo (S&Ls) e a autorização de grandes operações de fusões e aquisições de instituições financeiras, principalmente durante a década de 1990.

Em 1999, seguindo-se a tendência política de desregulação sobre os mercados financeiros, é editado o *Gramm-Leach-Bliley Act*, que dá fim à obrigatoriedade de

segregação da estrutura regulatória para bancos comerciais e bancos de investimento, o que contribuiu, de forma expressiva, para a expansão do *shadow banking system*, pouco sujeito a restrições regulatórias prudenciais.

No âmbito macroeconômico, aproveitando-se de um período histórico de relativa estabilidade econômica (Era da Grande Moderação), os Estados Unidos da América passam a praticar políticas públicas financeiras excessivamente expansionistas, através da redução de tributos e aumento de incentivos ao consumo e endividamento das famílias, sem prejuízo do aumento significativo do endividamento público, o que só foi possível, sem provocar inflação, porque havia uma grande demanda mundial por ativos norte-americanos, principalmente títulos públicos. O país tornava-se, então, cada vez mais, o principal gastador e tomador de recursos financeiros no mundo.

A Era da Grande Moderação gerou insensibilidade política em relação a diversos fatores críticos, mutuamente relacionados, sob os aspectos macroeconômicos e microeconômicos, a saber: (i) o elevado endividamento dos norte-americanos e a correspondente redução da poupança interna, ligados aos incentivos ao consumo e às baixas taxas de juros praticadas pelo FED; (ii) os riscos de desaceleração do crescimento econômico do país e de aumento do desemprego; (iii) a eficácia limitada da política monetária do FED em um cenário de elevada liquidez internacional e demanda por ativos norte-americanos; e (iv) leniência na regulação financeira sistêmica, sobretudo em relação à arbitragem regulatória que se estabeleceu nas instituições financeiras não bancárias (*shadow banking system*).

Em relação ao último ponto acima mencionado, dentro de uma conjuntura político-institucional em favor da desregulação dos mercados financeiros, o *shadow banking system*, estrategicamente, focou sua atuação no segmento imobiliário norte-americano *subprime*, provavelmente porque o setor imobiliário habitacional é objeto de evidente apelo político ou proteção estatal implícita, sendo notoriamente fomentado por instituições “quase públicas” como a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* (GSEs).

Sem embargo, como o sistema bancário tradicional não tinha incentivos para financiar o segmento *subprime* devido às restrições regulatórias prudenciais, o processo de securitização de recebíveis imobiliários, atrelado a derivativos, que segue a lógica da emissão-distribuição, foi escolhido para viabilizar a atuação financeira no setor, cujos preços de mercado estavam em expansão em longo período de tempo.

No entanto, tal processo de financiamento foi conduzido de modo extremamente arriscado, obscuro e assimétrico, pois a baixa carga regulatória no âmbito do *shadow*

banking system permitiu a criação de produtos financeiros peculiares e exóticos sob uma base de créditos imobiliários de baixa qualidade, sem que houvesse restrições substanciais quanto à concentração e alavancagem em relação a tais produtos financeiros na carteira de ativos das instituições financeiras não bancárias, que, em tese, confiavam nos seus métodos técnicos de avaliação de riscos financeiros e cujas informações, muitas vezes, estavam lastreadas em avaliações de agências de *rating*.

Nada obstante, somava-se a isso certa complacência regulatória em aplicar, de forma rígida, as diretrizes normativas de Basiléia II ao sistema bancário tradicional norte-americano, o que permitiu estratégias de concessão de liquidez para financiamento bancário das operações do *shadow banking system* sem comprometimento contábil ou “fora do balanço” (*off-balance sheet*), a fim de transferir riscos financeiros dos contratos imobiliários gerados no sistema bancário tradicional às instituições financeiras não bancárias.

Em 2007, com a queda de crescimento econômico norte-americano, acompanhado da redução do preço dos imóveis, alto endividamento das famílias, inadimplementos sistêmicos de financiamentos e aumento do desemprego, prejuízos financeiros intensos no segmento *subprime* geraram uma grande tensão que afetou a liquidez nos mercados interbancários, consolidando um cenário de estresse e aversão a risco porque não havia confiança quanto à solvência das instituições financeiras umas em relação às outras, cujo ápice foi a decretação de falência do *Lehmann Brothers* em 2008, materializando-se o risco sistêmico.

Em linhas gerais, a crise do segmento *subprime* foi gerada por quatro razões determinantes, mutuamente relacionadas, a saber: (i) razões políticas; (ii) razões comportamentais; (iii) razões de teoria econômica; e (iv) razões técnicas.

Quanto às razões de estratégia política, é mais do que evidente a existência de um grande apelo político em relação ao setor imobiliário habitacional, que afetou tanto governos democratas quanto republicanos.

Os políticos e burocratas são agentes racionais maximizadores de “lucros políticos” e, por isso, aproveitaram-se do aparente consenso sobre a correção dos processos de desregulação financeira na “Era da Grande Moderação” para obter “ganhos políticos”, decorrentes da “ilusão da prosperidade sem limites” que legitimava interferências nas GSEs em relação ao segmento *subprime* e ia ao encontro do *lobby* político do sistema financeiro no âmbito do Congresso norte-americano, notório financiador de campanhas políticas.

Sendo assim, percebe-se a ocorrência de um processo de “captura inversa” que não pretendeu reverter diretamente os resultados da regulação estatal em privilégios aos regulados, mas, sobretudo, impedir esforços políticos de reforço da regulação financeira sistêmica. E, se tudo desse errado, seria fácil argumentar publicamente no sentido de transferir responsabilidades por problemas às autoridades reguladoras financeiras, cujas competências não se legitimam, diretamente, pelo voto.

Por sua vez, as razões comportamentais dizem respeito à estrutura econômica de incentivos do sistema financeiro norte-americano à época. Como se sabe, os agentes financeiros atuam para maximizar lucros próprios de curto prazo e o regime regulatório atributivo de responsabilidades e sanções faz toda a diferença quanto ao alinhamento razoável dos incentivos econômicos ao ideal de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, mormente porque o sistema financeiro possui alto grau de externalidades e assimetrias de informação, com tendência clara à transferência de riscos a terceiros, inclusive ao Estado.

No caso do segmento *subprime*, permitiu-se ao sistema bancário tradicional transferir riscos financeiros ao *shadow banking system* via processos não padronizados de securitização, muitas vezes atrelados a derivativos, com ganhos substanciais para agentes financeiros, intermediários de toda ordem e acionistas, aproveitando-se da falha de alcance e coordenação regulatória das autoridades reguladoras financeiras do país, o que foi agravado por regimes regulatórios fracos de responsabilização pessoal dos participantes do mercado financeiro.

Nada obstante, razões de teoria econômica foram relevantes à consumação da crise. Por influência expressiva da Escola monetarista de Chicago, os fundamentos teóricos em prol de estratégias de desregulação legitimaram decisões políticas a respeito da liberalização dos mercados financeiros.

Ocorre que, mesmo admitida a relevância prioritária do valor da livre iniciativa econômica para o funcionamento socialmente adequado dos mercados financeiros, os efeitos sistêmicos negativos de falhas de mercado e/ou falhas de Estado são reais e não podem ser ignorados nos processos regulatórios, sob pena de assunção de riscos aos próprios mecanismos de formação de preços. Nesse sentido, até mesmo estratégias de desregulação devem ser acompanhadas de forma adequada pelo Estado.

Logo, quanto à crise no segmento *subprime*, não há como atribuir, pelos fatos já narrados, responsabilidade exclusiva ao Estado ou ao mercado, pois ambos, em certa medida, falharam.

Por fim, há razões técnicas que contribuíram, diretamente, para a intensificação dos riscos sistêmicos materializados na crise em comento. Com efeito, segundo diretrizes técnicas importantes de Basiléia II, os processos financeiros de securitização de recebíveis imobiliários exigem seja avaliada a essência econômica de todo o processo, bem como a aferição quanto à existência de suporte contratual implícito pelo sistema bancário tradicional, a fim de incluir os valores objeto de securitização no cálculo de capital regulatório mínimo dos bancos.

Como tais regras não foram observadas de forma adequada, o sistema bancário norte-americano conseguiu operar transferências de riscos financeiros ao *shadow banking system*, que não estava sujeito a restrições regulatórias prudenciais, principalmente, quanto à alavancagem financeira de suas posições. Sendo assim, a transferência de riscos a estruturas financeiras não bancárias liberava capital regulatório aos bancos para a realização de outras operações financeiras, que, não obstante, estruturaram canais de liquidez financeira de suporte dos processos de securitização sem comprometimento contábil (*off-balance sheet*).

Além disso, os métodos técnicos de cálculo de riscos financeiros não se mostraram sensíveis à concentração de posição em ativos do setor imobiliário *subprime*, cujos produtos financeiros eram complexos e não padronizados, além de seguida a lógica pró-cíclica da marcação a mercado de ativos cuja qualidade, muitas vezes, era avaliada de forma equivocada pelas agências de *rating*.

Enfim, são essas as razões reputadas determinantes ao advento da última crise mundial.

Com relação ao Brasil, pode-se dizer que um conjunto de medidas regulatórias tomadas ao longo dos últimos anos proporcionou resiliência ao sistema financeiro para o enfrentamento dos efeitos da crise, somadas a diversas circunstâncias particulares do desenho institucional regulatório e características do sistema financeiro do país.

A propósito, os processos regulatórios brasileiros no âmbito financeiro estão razoavelmente alinhados às diretrizes normativas e recomendações internacionais, sem prejuízo de uma clara tendência evolutiva de aprimoramento regulatório em diversas etapas e objetos relevantes à regulação financeira sistêmica.

Em seguida, o segundo capítulo se destina a introduzir as bases filosóficas de sustentação da tese de que a estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo é questão de justiça básica que deve influenciar o desenho político-institucional do Brasil,

que é uma sociedade democrática constitucional desde o advento da Constituição brasileira de 1988.

Historicamente, o Brasil é um país caracterizado pela instabilidade financeira, o que quase sempre revela estruturas político-institucionais frágeis porque incapazes de preservar a estabilidade social. A título ilustrativo, basta constatar que o Brasil somente iniciou um processo institucional de estabilidade financeira no final da década de 1980, com sua consolidação efetiva no início da primeira década do século XXI, quase vinte anos depois.

Ora, partindo-se da premissa racional de que a instabilidade social em sentido amplo é extremamente prejudicial às pessoas e instituições, tendo em vista os impactos negativos evidentes na segurança e na transparência dos processos de alocação e distribuição de recursos sociais subjacentes às relações econômicas firmadas entre as pessoas ao longo do tempo, sem prejuízo de favorecer condutas políticas oportunistas e afetar os menos favorecidos com mais intensidade, é justo que o desenho político-institucional seja sensível ao projeto de estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

Coincidentemente ou não, o início das reformas institucionais contemporâneas ocorreram no Brasil em paralelo ao processo de redemocratização do país e do advento da Constituição brasileira de 1988, em que se inaugura um novo paradigma de decisão sobre questões políticas fundamentais, norteado pelos ideais democráticos e a pretensão de proteção, no maior grau possível, de direitos e liberdades fundamentais, além da garantia de oportunidades equitativas a todos os cidadãos.

Hoje, o Brasil é uma sociedade democrática constitucional com aspirações de justiça social, cujo principal desafio, no contexto de pluralidade e complexidade brasileira, é construir instituições aptas a conduzir um processo político-institucional harmonioso de regulação da estrutura básica da sociedade a partir de padrões deliberativos de natureza cooperativa e inclusiva de todos os cidadãos livres e iguais, com razões universalizáveis (razões públicas), a fim de gerar resultados razoáveis, conforme o critério da reciprocidade.

Nesse sentido, deve-se almejar uma concepção política razoável de justiça, autossustentável e aplicável ao desenho das instituições, devidamente amparada por razões públicas, capaz de catalisar, de forma imparcial, para dar conteúdo à razão prática, consensos sobrepostos entre adeptos de doutrinas abrangentes razoáveis existentes na sociedade para se atingir os objetivos cooperativos de estabilidade

financeira de longo prazo. Daí a escolha da filosofia política do John Rawls no presente trabalho, que vai ao encontro dos principais fundamentos e objetivos constantes da Constituição brasileira de 1988.

O ideal de razão pública é buscado, para ter aplicabilidade enquanto padrão argumentativo imparcial, sem apelo a conceitos abstratos de verdade ou valores morais genéricos, com destaque para a importância do contexto decisório e da análise consequencialista do desempenho das instituições para os objetivos regulatórios pretendidos, valendo-se de evidências empíricas e científicas de investigação incontroversas ou amplamente majoritárias (ideia de razão prática).

À evidência, a lógica dessa concepção está centrada na ideia de democracia deliberativa, através da qual a discussão pública sobre questões políticas fundamentais, em caráter procedimental e substantivo, destina-se à avaliação constante das instituições e procedimentos políticos, bem como das consequências do desenho institucional estabelecido para obter-se os resultados regulatórios pretendidos, o que só pode ser viabilizado a partir de instrumentos de transparência informacional e prestação pública de contas (*accountability*), em prol da melhora regulatória da estrutura básica da sociedade (*better regulation*). Ademais, a democracia deliberativa não se cinge à lógica dos ciclos político-eleitorais.

Nesse sentido, o construtivismo político fundamenta a criação de instituições especializadas, voltadas à gestão dos processos econômicos sob os aspectos alocativos e distributivos, cujo desenho pode descolar-se, em algum grau, dos processos políticos cíclicos ordinários de curto prazo, o que justifica iniciativas de blindagem dessas instituições, com propósitos de longo prazo, para preservar sua imparcialidade regulatória em prol da estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo.

Adicionalmente, a ideia de construtivismo político pressupõe que a estrutura básica da sociedade é fechada, autossuficiente e se molda pela atuação política que ocorre no interior da sociedade entre doutrinas abrangentes razoáveis, pois assim se viabiliza a necessária coesão social a respeito dos propósitos regulatórios e se legitima a coercitividade das instituições.

Sendo assim, questões de justiça básica próprias da regulação financeira sistêmica devem ser estritamente tratadas em conformidade com as necessidades sociais internas, o que não impede influências internacionais também pautadas em razões públicas, desde que submetidas a processos internos de filtragem estabelecidos para o

desenho das instituições, mediante avaliações públicas justificadas quanto à adequação das recomendações e diretrizes internacionais aos objetivos regulatórios do país.

Pois bem, no que diz respeito à estabilidade monetária como questão de justiça básica, é possível inferir que o fenômeno inflacionário é extremamente negativo à sociedade, pois distorce processos alocativos de formação de preços, prejudica a livre iniciativa econômica, desestimula projetos financeiros de longo prazo e prejudica, com mais intensidade, os economicamente menos favorecidos.

Assim, aplicado o critério da reciprocidade, próprio do ideal de razão pública e de uma concepção política razoável de justiça, é possível inferir a possibilidade de geração de um consenso sobreposto sobre a necessidade institucional de uma autoridade monetária com competências para definir, controlar e planejar, no longo prazo, a oferta monetária no país, sendo vedada a possibilidade de uso de instrumentos monetários para o financiamento do Estado, conforme a Constituição brasileira de 1988.

Além disso, tal tarefa deve se submeter ao dever de prestação pública de contas por meio de instrumentos públicos (*accountability*), no qual sejam estabelecidas e acompanhadas metas preestabelecidas de inflação, que significam um compromisso institucional de longo prazo relativamente a todos os cidadãos livres e iguais em prol da estabilidade financeira, daí a justificativa para a blindagem institucional, em algum grau, de integrantes de autoridades regulatórias monetárias.

Quanto à regulação financeira propriamente dita, também questão de justiça básica, o conteúdo da ideia de razão prática demanda o desenho claro de competências para uma adequada coordenação cooperativa regulatória de instituições no longo prazo, com atribuição de responsabilidades a entidades dotadas de autonomia funcional reforçada e *expertise* técnica para lidar com distorções financeiras alocativas e distributivas próprias dos mecanismos de formação de preços, sem prejuízo do uso de técnicas de imposição de restrições à assunção de riscos pelas instituições financeiras, além da proteção dos consumidores financeiros, tratados como livres e iguais, sem paternalismos excessivos.

Sendo assim, cogita-se a possibilidade de formação de um consenso sobreposto voltado à necessidade de concretizar o desenho institucional acima explicado, devidamente acompanhado pelo dever de mensuração, a partir de diagnósticos e prognósticos contidos em estudos públicos de impacto regulatório, dos custos e benefícios envolvidos em estratégias regulatórias, a fim de apontar distorções causadas

pela própria regulação aos mercados financeiros, com sujeição do procedimento regulatório à participação pública.

Sem embargo, os propósitos institucionais domésticos de regulação financeira sistêmica, atualmente, estão inseridos na realidade contemporânea do sistema financeiro global, no qual há diversas redes globais de governo institucionalmente destinadas à deliberação cooperativa sobre a definição de padrões regulatórios financeiros internacionais, o que gera uma tendência à harmonização para homogeneização da regulação financeira sistêmica.

Com efeito, esse processo internacional de desenho institucional regulatório se enquadra, de forma adequada, na proposta de extensão das ideias do *Liberalismo Político* de John Rawls ao plano internacional, no qual a razão pública pode ser aplicada, juntamente com o critério da reciprocidade, como padrão de verificação da adequação das diretrizes regulatórias internacionais ao objetivo primordial de cooperação para o progresso da regulação sobre o sistema financeiro global.

Nesse sentido, observado o limite da “utopia realista” e as possibilidades políticas práticas de consenso internacional, pode-se afirmar, no que diz respeito à regulação financeira sistêmica, que as redes globais de governo têm aptidão para definir padrões comuns de estratégias regulatórias segundo deliberações cooperativas consensuais, haja vista a evidência de que questões pertinentes a estratégias regulatórias financeiras são igualmente relevantes a todos.

Ainda que a globalização econômica tenha ocorrido antes e seja muito mais intensa do que o projeto incipiente de globalização política, existe um espaço deliberativo interessante de cooperação regulatória entre os países que está sendo preenchido pelas redes globais de governo, instituídas para estipular recomendações e definir, por instrumentos de *soft law*, propostas normativas de regulação para a coordenação uniformizada de esforços regulatórios eficientes a evitar crises sistêmicas.

Embora tais redes globais de governo estejam formalmente descoordenadas, diversas conexões informais foram estabelecidas entre elas ao longo do tempo, de modo que se pode verificar a ascensão de “redes de redes globais de governo”, notadamente os Comitês no âmbito do BIS, além da necessária menção ao FMI e aos recentemente criados FSB e G-20.

À evidência, os Estados ainda são protagonistas de suas políticas públicas no âmbito financeiro, mas estão sujeitos ao “paradoxo da globalização”, ou seja, a globalização financeira dos mercados e a ascensão de organismos financeiros

internacionais fortes impõem uma relativa perda de soberania aos Estados, mas, ao mesmo tempo, isso provoca a adoção de posturas político-institucionais ativas de adaptação regulatória nacional à realidade contemporânea, o que vai ao encontro das tendências contemporâneas de formação de uma Administração Policêntrica do Estado, integradas por entidades reguladoras especializadas, com autonomia reforçada e funções normativas.

Diante de todo o cenário acima narrado, há de se questionar sobre a existência de um Direito Administrativo Global. Controversa a questão, tendo em vista a fragilidade da fundamentação normativa formal das recomendações internacionais e instrumentos de *soft law*, eis que as Constituições não os contemplam como fontes normativas e, por isso, não são formalmente vinculantes, por outro lado, não se pode ignorar a fundamentação substancial forte decorrente da eficácia persuasiva e argumentativa das diretrizes e recomendações estabelecidas em organismos financeiros internacionais, de modo consensual e cooperativo, mormente aqueles integrados pelo Brasil, sendo muitas delas incorporadas ao sistema jurídico brasileiro, por sinal, através de sua integração normativa por Resoluções do Conselho Monetário Nacional e Circulares do Banco Central do Brasil, por exemplo.

Posto isso, com fundamento na noção de juridicidade administrativa e na legitimidade técnica das autoridades reguladoras financeiras, é possível sustentar a tese de que as decisões regulatórias de não aplicação das recomendações e diretrizes produzidas nas redes financeiras globais de governo das quais o Brasil participa, conquanto tais decisões internacionais sejam insuscetíveis de impugnação formal, exigem motivação pública pelas autoridades reguladoras financeiras nacionais para que possam ser controladas.

E os fundamentos constitucionais de controle jurídico-político, com caráter informacional, se fundam, sobretudo, no princípio democrático e no princípio da motivação e da eficiência administrativa das decisões regulatórias, além da vinculação constitucional do Brasil aos projetos de cooperação internacional entre países, em prol do progresso mundial.

Por sua vez, o terceiro capítulo constitui etapa subsequente de aplicação prática dos fundamentos político-filosóficos da estabilidade financeira sustentável ao longo do tempo, como questão de justiça básica, ao desenho regulatório institucional brasileiro.

À evidência, devido à amplitude das aspirações de justiça contidas nas prescrições da Constituição brasileira de 1988, somente estratégias sustentáveis de

gestão pública são aptas a conjugar as pretensões constitucionais com as reais possibilidades do mercado financeiro em efetivá-las sem afetar a estabilidade social. A título exemplificativo, mostrou-se como o financiamento de um único direito fundamental social à moradia é capaz de impactar todo o sistema global de direitos fundamentais.

Nesse sentido, o paradigma de sustentabilidade revela-se a melhor estratégia racional e razoável de estabilidade financeira no longo prazo, sobretudo a partir da eleição pública de prioridades inclusivas, com vistas aos melhores resultados possíveis.

Quanto ao ponto, deve-se frisar que a dificuldade em estabelecer consensos democráticos mínimos em matéria econômica transforma a discussão sobre o tamanho ideal do Estado na economia em uma questão de intensidade regulatória, sendo certo que o princípio constitucional da subsidiariedade, fundamentado na dignidade da pessoa humana e livre iniciativa econômica, próprios de um direito fundamental geral para a liberdade, tem a aptidão de garantir a prioridade da liberdade sobre valores perfeccionistas e exigências de bem comum.

No entanto, a prioridade da livre iniciativa econômica não significa a sua hegemonia ou um Estado fraco, pois há falhas de mercado que exigem processos complementares de coordenação coletiva pela regulação estatal. Por outro lado, há limites para a interferência coercitiva do Estado, que pode ser inadequada e, muitas vezes, tende a gerar resultados sociais ruins.

Sendo assim, adotada uma concepção ampla de regulação, há o recurso à ideia de razão prática regulatória como paradigma sustentável de ação do Estado no sentido da busca pragmática, com base em razões públicas, de aprimoramentos regulatórios os mais eficientes possíveis em termos de resultados (*better regulation*).

Logo, se os mercados são complexos, contêm falhas de mercado e podem sofrer falhas de Estado, regular de forma sustentável é construir estratégias inclusivas e transparentes, baseadas em diagnósticos e prognósticos em matéria econômica, com avaliações periódicas sobre impactos alocativos e distributivos de recursos sociais, em que o empirismo e as evidências teóricas e científicas amplamente aceitas são fatores relevantes, cujo foco é o progresso dos processos regulatórios.

Com efeito, a mera instituição pública de um projeto regulatório não é o suficiente em democracias deliberativas. É preciso observar exigências complementares de transparência, prestação pública de contas (*accountability*) e o uso de análises quantitativas e qualitativas adequadas de custo e benefício (*cost-benefit analysis*).

As análises de custo e benefício contêm elementos informativos de fundamentação e complementação de políticas regulatórias importantes ao controle dinâmico (*ex ante*, *ongoing* e *ex post*) do conteúdo e dos resultados regulatórios, cujas vantagens evidentes são as seguintes: (i) redução dos riscos de distorções alocativas e distributivas indesejadas; (ii) facilitação da identificação de captura ou *rent-seeking*; (iii) fortalecimento do controle da regulação; e (iv) aplicação específica quanto à identificação de focos de risco sistêmico.

Embora haja algumas desvantagens, notadamente: (i) problemas cognitivos em interpretar as informações disponíveis; (ii) dificuldades deliberativas em cenários instáveis ou de crise; (iii) dificuldades de avaliação de consequências sistêmicas; e (iv) riscos e limites de participação democrática, entende-se que as vantagens do método de análise de custo e benefício superam claramente as desvantagens, em prol do aprimoramento dos resultados dos processos regulatórios.

Outra etapa fundamental à afirmação da ideia de razão prática regulatória é rejeitar o legalismo maximalista como paradigma normativo de atuação administrativa, com a consagração da concepção de juridicidade administrativa.

À luz da ideia de razão prática regulatória, o legalismo maximalista é uma teoria estática não plural, que ignora a dinamicidade do funcionamento das instituições e o contexto contingente de decisão regulatória em uma realidade complexa, além de despreocupado com resultados porque excessivamente dogmático e formalista.

Ademais, a hipotética virtude do Poder Legislativo como instância heterovinculativa exclusiva de limitação da atuação estatal é falsa e/ou não é aplicável ao cenário político contemporâneo por quatro razões fundamentais, a saber: (i) historicamente, o Poder Executivo sempre influenciou a pauta e o conteúdo das deliberações legislativas, além de contar com a prerrogativa da jurisdição administrativa em alguns países da Europa Continental, o que afastava o controle externo da atuação administrativa; (ii) as concepções teóricas sobre separação de poderes não atribuem subordinação integral do Poder Executivo ao Legislativo, na medida em que todos os poderes possuem uma margem legítima de atuação, com destaque para a percepção de Montesquieu acerca da legitimidade de ação do Poder Executivo em questões conjunturais; (iii) a incompatibilidade do legalismo maximalista com a pluralidade da sociedade democrática constitucional, na qual se instaurou, de forma mais eficiente, um modelo especializado de Administração Pública Policêntrica; e (iv) a incompatibilidade

do legalismo maximalista em lidar com a constitucionalização do Direito Administrativo.

No que diz respeito à legitimidade democrática de desenho institucional segundo o modelo padrão de agências reguladoras, não há óbices ao desenho de instituições com autonomia reforçada, com vistas a privilegiar arranjos imparciais especializados com atuação em caráter continuado no tempo, especialmente no âmbito da regulação financeira sistêmica dos mercados.

Tal afirmação se fundamenta na ideia de que a democracia é valor que transcende os ciclos político-eleitorais e que o processo político de outorga de autonomia reforçada vem acompanhado, em regra, de exigências mais rigorosas de prestação pública de contas e mecanismos adicionais de supervisão política indireta quanto aos objetivos e resultados regulatórios pretendidos.

Isto é, não se trata de atribuir autonomia integral ou independência absoluta às agências reguladoras financeiras, na medida em que: (i) há uma cadeia de conexões dialógicas formais e informais com as demais instituições integrantes da Administração Pública; (ii) subsiste o controle indireto pelo Poder Executivo central; (iii) permanece a supervisão pelos Ministérios e, especificamente, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); (iv) mantém-se o controle social da regulação; e (v) há a previsão normativa de instrumentos de controle pelos demais poderes.

Em síntese, a atribuição de autonomia legal reforçada para a aplicação do modelo padrão de agências reguladoras às autoridades reguladoras financeiras brasileiras é legítima porque há a preservação de meios de supervisão política das atividades das agências reguladoras sob um formato mais indireto, a fim de proteger o exercício técnico-funcional dessas instituições (eficiência), priorizando-se projetos regulatórios de longo prazo (sustentabilidade), o que deve ser legitimado pela previsão de procedimentos inclusivos de participação no conteúdo da regulação.

De igual modo, é legítima a concessão de poder normativo às agências reguladoras. Ao contrário do que sustenta a doutrina clássica do Direito Administrativo brasileiro, com fundamento na Constituição brasileira de 1988 e na respectiva lei habilitadora de competência, geralmente dotada de baixa densidade normativa, a estratégia política consistente em legitimar o exercício administrativo de poderes normativos permite sejam estabelecidos parâmetros normativos transparentes, complementares e universalizáveis de atuação administrativa a fim de privilegiar a

expertise técnica dos reguladores (eficiência administrativa), o que tende a reforçar a juridicidade administrativa e a facilitar o controle do conteúdo da regulação.

A propósito, tal estratégia política, que se manifesta em razão da erosão da configuração estrutural totalmente linear e integral da relação hierárquica formal “Constituição-lei-ato administrativo”, é um fenômeno histórico mundial voltado a flexibilizar a atividade normativa do Estado que vai ao encontro dos fundamentos de um modelo de Administração Pública Policêntrica, que, atualmente, é influenciado por: (i) processos internacionais diversos de harmonização para homogeneização de padrões regulatórios, (ii) onde há múltiplas fontes normativas articuladas em rede, (iii) sem prejuízo da interação dialógica entre poderes.

Especificamente, há de se notar que os Tribunais Superiores brasileiros têm reconhecido a legitimidade do poder normativo – leia-se, a capacidade normativa de conjuntura econômica – das autoridades reguladoras no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Quanto à estrutura de modelo regulatório para o desenho institucional aplicável ao mercado financeiro, nota-se da experiência mundial que, a despeito de alguns modelos específicos, não há um modelo estrutural ideal universalmente aplicado, salvo no que diz respeito à atribuição da execução da política monetária a um Banco Central. Assim, os países têm estruturado a regulação financeira sistêmica de acordo com circunstâncias institucionais de caráter histórico e contextual.

Nada obstante, em seguida, foram apresentadas as características de desenho institucional regulatório dos órgãos e entes integrantes do SFN, com destaque para os seguintes aspectos: (i) fundamento normativo de competência e autonomia normativa; (ii) estrutura administrativa e formas de interação com os demais integrantes do sistema; (iii) modo de escolha dos dirigentes e autonomia decisional; (iv) grau de participação social; (v) motivação e transparência procedimental para a tomada de decisões regulatórias; e (v) acessibilidade de informações através da *internet*.

Sendo assim, observadas as características do desenho institucional da estrutura regulatória brasileira, são formuladas dezoito propostas de aprimoramento institucional, basicamente fundamentadas no modelo padrão para as agências reguladoras, nas diretrizes principais do paradigma de *better regulation* e conforme a perspectiva de análise de custos e benefícios, conjuntamente a exigências de aprimoramento quanto à transparência e prestação pública de contas (*accountability*), conforme a recente Lei de Acesso à Informação.

Por fim, o último capítulo é destinado à avaliação das vantagens, limites e riscos envolvidos no controle jurisdicional de atos de regulação financeira sistêmica dos mercados, isto é, trata do fenômeno de judicialização dos processos regulatórios financeiros em democracias constitucionais, pois, conforme a Constituição brasileira de 1988, o direito fundamental instrumental de acesso à justiça viabiliza a impugnação judicial de atos do Poder Público, independentemente de sua natureza.

Antes de 1988, nota-se a quase inexistência de precedentes sobre o tema no Supremo Tribunal Federal. Após, percebe-se uma experiência judicial pouco rica, o que não impede um esforço de sistematização da interpretação constitucional quanto à matéria.

De início, faz-se questão de enfatizar que a exaltação da eficácia normativa dos princípios constitucionais pode gerar consequências sociais graves e imprevisíveis em razão do voluntarismo judicial.

Nesse sentido, é preciso ter cuidado com pretensões filosóficas ou dogmáticas excessivamente abstratas ou abrangentes e, simultaneamente, levar a sério a temática da separação de poderes e das capacidades institucionais, em razão da qual se pode afirmar que o Poder Judiciário, embora possa contribuir para aperfeiçoamentos, não deve ser o protagonista dos processos regulatórios.

Pois bem. Deve-se ter presente que a Constituição é a base normativa de conexão entre a economia política e o Direito Constitucional no modelo do Estado constitucional de Direito, em que, basicamente, opera-se uma reaproximação do Direito com valores éticos e morais, há o reconhecimento da força normativa da Constituição e ocorre a ascensão institucional do Poder Judiciário.

Com efeito, tal modelo apresenta focos de tensão, pois as sociedades constitucionais são complexas e há dificuldades em estabelecer os limites de legitimidade da jurisdição constitucional na medida em que a democracia majoritária passa a conviver com um sistema normativo de direitos fundamentais.

A propósito, os fatores de ascensão institucional do Poder Judiciário no Brasil são os seguintes: (i) a ampliação dos instrumentos de provocação do controle concentrado de constitucionalidade; (ii) a ampliação do rol de legitimados à propositura desses instrumentos; (iii) a consagração constitucional dos processos coletivos; e (iv) a manutenção de um sistema amplo de controle difuso de constitucionalidade.

Logo, o modelo do Estado constitucional de Direito traduz uma estratégia de transferência e fortalecimento institucional de poderes ao Judiciário, em que a

Constituição se presta a servir de moldura para a atuação política dos poderes majoritários, a fim de proteger direitos fundamentais e a democracia. Especificamente quanto às políticas econômicas, a “Constituição econômica” é o objeto material normativo, sendo o texto constitucional o ponto de partida e o limite fundamental de interpretação constitucional.

Ocorre que há motivos institucionais para afirmar que o Poder Judiciário não deve ser o protagonista de políticas regulatórias, sobretudo porque as escolhas regulatórias dos poderes majoritários são *prima facie* dotadas de maior legitimidade e externam maior capacidade técnica de avaliação sobre temas dinâmicos, complexos e controversos.

Com relação ao ponto, são desvantagens institucionais claras do Poder Judiciário as seguintes circunstâncias: (i) o juiz é generalista; (ii) a lógica do processo é estática; (iii) o processo judicial é relativamente lento; (iv) a estrutura técnica de auxílio aos juízes é mais precária; e (v) a participação democrática no processo é mais excludente, sobretudo se comparada com processos legislativos.

Por outro lado, uma grande vantagem institucional do Judiciário é seu desenho voltado a preservar a imparcialidade e garantir a independência funcional ao longo do tempo, atrelado ao dever de motivação judicial das decisões. Ademais, há desvantagens institucionais dos demais poderes, saber: (i) os atos legislativos não exigem motivação pública; (ii) o resultado do processo legislativo não coincide, necessariamente, com a vontade majoritária dos cidadãos; (iii) há riscos de exclusão de minoriais face o princípio político majoritário; (iv) a normatividade constitucional pode ser, eventualmente, negligenciada; (v) há riscos regulatórios de captura ou *rent-seeking*; e (vi) há a possibilidade de decisões manifestamente desproporcionais.

Aliado a questões institucionais, o Poder Judiciário, dotado de legitimidade discursiva para proteger o conteúdo material mínimo de direitos fundamentais e condições necessárias ao funcionamento adequado da democracia, pode invalidar atos regulatórios manifestamente injustos, o que ocorre, segundo opinião dominante, pelo uso do método da ponderação pelo recurso à proporcionalidade.

Em outras palavras, a proporcionalidade serve como limite aos limites (“limite dos limites”) de atuação estatal na esfera normativa nuclear dos direitos fundamentais e condições necessárias ao exercício adequado da democracia, segundo dos sub-vetores da adequação, necessidade e proporcionalidade em sentido estrito, a fim de afastar decisões regulatórias claramente arbitrárias ou excessivas.

A propósito, em respeito à ideia de razão prática e às capacidades institucionais dos poderes políticos majoritários, entende-se aplicável uma concepção fraca de proporcionalidade no controle judicial de atos de regulação financeira sistêmica dos mercados, com a adoção preferencial de uma postura minimalista e contingente no âmbito da jurisdição constitucional, sem prejuízo da atenção especial do Poder Judiciário quanto à manipulação política da jurisdição constitucional pelos vencidos nos processos políticos majoritários.

Ante todo o exposto, os parâmetros institucionais e materiais de atuação judicial são os seguintes: (i) a atuação regulatória do Poder Legislativo e das autoridades financeiras regulatórias deve receber deferência institucional *prima facie* pelo Poder Judiciário, autorizada a intervenção judicial, com base em uma concepção fraca de proporcionalidade impositiva de um ônus argumentativo forte de justificação, amparada por razões públicas, somente quando houver violação flagrante, por ação ou omissão, a direitos fundamentais ou condições necessárias ao exercício adequado da democracia, sendo fatores relevantes de decisão: (i.1) a complexidade técnica da matéria e a capacidade institucional de avaliação dos efeitos sistêmicos do ato regulatório pela respectiva instituição; (i.2) o grau inclusivo de participação política e/ou social no procedimento normativo cujo resultado é o ato regulatório impugnado; (i.3) o nível de consistência ou sustentabilidade empírica e normativa subjacente à motivação do ato regulatório, com maior grau de deferência se houver estudo prévio e/ou posterior de impacto regulatório destinado a avaliar, de forma dinâmica, as consequências geradas pela regulação; e (i.4) o grau de adesão percebido no conteúdo do ato regulatório impugnado ao *soft law* ou a recomendações internacionais; (ii) a preferência pela construção de soluções *ex ante* e *ex post* baseadas no diálogo constitucional, com prioridade para estratégias judiciais decisórias prospectivas e maleáveis ao longo do tempo, já que decisões no âmbito da regulação financeira sistêmica estão fortemente presas à conjuntura econômica, sobretudo no momento da prática do ato regulatório impugnado; e (iii) uma preferência deliberativa *prima facie* de órgãos judiciais colegiados, em processos coletivos ou de controle concentrado de constitucionalidade, onde as consequências sistêmicas das decisões são levadas à apreciação em um ambiente plural de macrojustiça.

Ao final, são apresentados precedentes relativos a seis questões consideradas importantes ao estudo da judicialização de questões sobre regulação financeira sistêmica

no Brasil, nos quais se percebe o uso explícito ou implícito dos parâmetros acima desenhados.

REFERÊNCIAS

- ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. *Por que as nações fracassam: as origens do poder, da prosperidade e da pobreza*. Tradução de Cristiana Seera. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- ACKERMAN, Bruce. *A Nova Separação de Poderes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009.
- AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- AKERLOF, George; SHILLER, Robert. *O espírito animal: como a psicologia humana impulsiona a economia e a sua importância para o capitalismo global*. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- ALEXY, Robert. *Teoria dos Direitos Fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Malheiros, 2008.
- ALMEIDA, Alberto Carlos. *A cabeça do brasileiro*. 2. ed. Rio de Janeiro: Record, 2007.
- ANDRADE, Rogério Emílio de. *Direito Homogêneo: mercado global, administração nacional e o processo de harmonização jurídica*. Belo Horizonte: Fórum, 2011.
- ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo contemporâneo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- _____. Atividades Privadas Regulamentadas. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 167-203.
- _____. A Legitimidade Democrática das Agências Reguladoras. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006. p. 1-20.
- ARENDT, Hannah. *A condição humana*. Trad. Roberto Raposo. 11. ed. Rio de Janeiro, Forense Universitária, 2011.
- ARIDA, Pérsio. A pesquisa em Direito e em Economia: em torno da historicidade da norma. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 60-73.
- ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. São Paulo: Martin Claret, 2011.
- ARNAUD, André-Jean. O direito contemporâneo entre regulamentação e regulação: o exemplo do Pluralismo Jurídico. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 3-15.

ÁVILA, Humberto. *Teoria dos Princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

BAPTISTA, Patrícia. A evolução do Estado Regulador no Brasil – Desenvolvimento, Globalização, Paternalismo e Judicialização. In: FREITAS, Daniela Bandeira de; VALLE, Vanice Regina Lírio do (Coord.) *Direito Administrativo e Democracia Econômica*. Belo Horizonte: Forum, 2012. p. 63-76.

_____. Direito Administrativo – Retrospectiva 2008: a crise econômica mundial e o papel da regulação estatal, os vinte anos da constitucionalização do direito administrativo no Brasil, a emergência do direito administrativo global e outras questões. *Revista de Direito do Estado*, [S.l.], n. 13, p. 31-45, 2009.

_____. *Transformações do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BARCELLOS, Ana Paula de. *A eficácia jurídica dos princípios constitucionais: o princípio da dignidade da pessoa humana*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

_____. Constitucionalização das políticas públicas em matéria de direitos fundamentais: o controle político-social e o controle jurídico no espaço democrático. *Revista de Direito do Estado*, [S.l.], n. 7, p. 17-54, 2006.

_____. *Ponderação, racionalidade e atividade jurisdicional*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

BARROSO, Luis Roberto. *Curso de Direito Constitucional Contemporâneo: os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo*. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. Constituição, democracia e supremacia judicial: direito e política no Brasil contemporâneo. *Revista Jurídica da Presidência*, Brasília, n. 96, p. 1-41, 2010.

_____. *Neoconstitucionalismo e constitucionalização do Direito: o triunfo tardio do direito constitucional no Brasil*. In: TEMAS de Direito Constitucional. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 61-119. Tomo IV.

_____. Vinte anos da Constituição brasileira de 1988: o Estado a que chegamos. *Revista de Direito do Estado*, [S.l.], n.10, p. 25-66, 2008.

_____. Agências Reguladoras, Constituição, Transformações do Estado e Legitimidade Democrática. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006. p. 59-87.

_____. *A doutrina brasileira da efetividade*. In: TEMAS de direito constitucional. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 61-77. Tomo III.

_____. *O direito constitucional e a efetividade de suas normas – limites e possibilidades da Constituição brasileira*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BECK, Ulrich. *Sociedade de risco: rumo a uma outra modernidade*. São Paulo: 34, 2010.

BECK, Ulrich. *World Risk Society*. Cambridge: Polity Press, 1998.

BINENBOJM, Gustavo. *Uma Teoria do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar: 2006.

_____. *A nova jurisdição constitucional – Legitimidade democrática e instrumentos de realização*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

_____; CYRINO, André Rodrigues. Parâmetros para a Revisão Judicial de Diagnósticos e Prognósticos Regulatórios em Matéria Econômica. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel; BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Vinte Anos da Constituição Federal de 1988*. Lumen Juris, 2009, p. 739-760.

BREYER, Stephen. *Economic Reasoning and Judicial Review*. Washington, DC: AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies, 2004.

BRUNA, Sérgio Varella. Procedimentos normativos da Administração e desenvolvimento econômico. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 231-262.

CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul, 2009.

CALSAMIGLIA, Albert. *Eficiencia y Derecho*. Doxa, Cuadernos de Filosofia Del Derecho, v. 4, 1987, p. 267-287.

CALSAMIGLIA, Xavier. Racionalidade Individual e Coletiva: Mecanismos Econômicos e Jurídicos de Articulação. *Doxa, Cuadernos de Filosofia del Derecho*, [S.l], v. 13, 1993, p. 69-88.

CAMARGO, Margarida Lacombe. O Pragmatismo no Supremo Tribunal Federal Brasileiro. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel; BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Vinte Anos da Constituição Federal de 1988*. São Paulo: Lumen Juris, 2009. p. 363-385.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. A reforma do sistema financeiro norte-americano. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, [S.l], ano 14, v. 54, 2011, p. 59-95.

CAMPILONGO, Celso Fernandes. *Globalização e Democracia*. In: CAMPILONGO, Celso (org.). *A Democracia Global em construção*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 5-23.

CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga; MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.). *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

CARVALHO, Fernando Cardim de (et. al.). *Economia monetária e financeira: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARVALHO, Fernando José Cardim de. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos de Basiléia. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 121-139.

CARVALHO, José Murilo de. *Cidadania no Brasil: o longo caminho*. 15. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012.

CARVALHO, Luís Paulo Figueiredo de. *Os Sistemas de Supervisão Prudencial na União Européia*. Coimbra: Almedina, 2003.

CASSESE, Sabino. *La Crisis del Estado*. Trad. Pascual Caiella y Juan González Moras. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 2003.

CASTRO, Marcelo. *O que aprendemos com a crise?* In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 79-97.

CATARINO, Luis Guilherme. *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros: Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*. Coimbra: Almedina, 2010.

CITTADINO, Gisele. *Pluralismo, Direito e Justiça Distributiva*. 4. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009.

COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. *Direito & Economia*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CORAZZA, Gentil. *Os Dilemas da Supervisão Bancária*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 82-95.

CYRINO, André Rodrigues. *Direito Constitucional Regulatório – elementos para uma interpretação institucionalmente adequada da Constituição econômica brasileira*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

DELFIN NETTO, Antônio. *A agenda fiscal*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 25-40.

DUARTE, David. *Procedimentalização, Participação e Fundamentação: Para uma Concretização do Princípio da Imparcialidade Administrativa como Parâmetro Decisório*. Coimbra: Almedina, 1996.

DURAN-FERREIRA, Camila. *O STF e a Construção Institucional das Autoridades Reguladoras do Sistema Financeiro: um Estudo de Caso de ADINs*. Revista de Direito GV, São Paulo, nº 5, 2009, p. 67-94.

ENTERRÍA, Eduardo García de. *La Constitución española de 1978 como pacto social y como norma jurídica*. Madrid: Inap, 2003.

_____. *Revolución Francesa y Administración Contemporánea*. Madrid: Thomson Civitas, 1998.

ERLING, Marlos Lopes Godinho. *A compatibilidade da estabilidade monetária com os princípios de Justiça de John Rawls*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, ano 14, v. 54, 2011, p. 45-57.

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães. *O shadow banking system no “pós-crise”*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 91-95.

FARIA, José Eduardo. *Democracia sem Política? Estado e Mercado na Globalização Econômica*. In: CAMPILONGO, Celso (org.). *A Democracia Global em construção*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 99-111.

FERGUSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. Trad. Cordelia Magalhães. São Paulo: Planeta do Brasil, 2009.

FERRAJOLI, Luigi. *Pasado y futuro del Estado de derecho*. In: CARBONELL, Miguel (Coord.). *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid, Trotta, 2003, p. 13-29.

FERREIRA, António Pedro A. *O Governo das Sociedades e a Supervisão Bancária – Interacções e Complementaridades*. Lisboa: Quid Juris, 2009.

FIDALGO, Carolina Barros. *O estado empresário: regime jurídico das tradicionais e novas formas de atuação empresarial do estado na economia brasileira*. Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito. Rio de Janeiro, 2012.

FONSECA, João Bosco Leopoldino da. *Direito Econômico*. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

FONTE, Felipe de Melo. *Políticas públicas e direitos fundamentais: elementos de fundamentação do controle jurisdicional de políticas públicas no estado democrático de direito*. São Paulo: Saraiva, 2013.

FRANCO, Gustavo; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. *A crise bancária norte-americana: algumas lições da experiência brasileira*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 157-169.

FREITAS, Juarez. *Sustentabilidade: direito ao futuro*. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

_____. *O controle dos atos administrativos e os princípios fundamentais*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2009

_____. *Discrecionalidade administrativa e o direito fundamental à boa administração pública*. São Paulo: Malheiros, 2009.

_____. *A Interpretação sistemática do Direito*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. *Racionalidade da Regulamentação e Supervisão Bancária: Uma interpretação Heterodoxa*. In: SOBREIRA, Rogério (Org.). *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 19-43.

FRIEDMAN, Milton; SCHWARTZ, Anna J. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton University Press, 1963.

FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1998.

GARCIA, Julio V. González. *De La Administración Soberana del Estado Nacional a La Administración del Marco Supraestatal Difuso*. In: SADDY, André (coord.). *Direito Público Econômico Supranacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 3-18.

GARGARELLA, Roberto. *As teorias de justiça depois de Rawls: um breve manual de filosofia política*. Trad. Alonso Reis Freire. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2008.

GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio. *Brasil pós-crise: seremos capazes de dar um salto?* In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 3-23.

GIAMBIAGI, Fábio; LEAL, Gil Bernardo Borges; MOREIRA, Maurício Mesquita; FAVERET FILHO, Paulo de Sá Campello. *O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009, p. 267-287.

GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

GOMES, Joaquim Barbosa. *Agências Reguladoras: A “Metamorfose” do Estado e da Democracia*. In: BINENBOJM, Gustavo (coord.). *Agências Reguladoras e Democracia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2006, p. 21-57.

GONÇALVES, Reinaldo. *O nó econômico*. Rio de Janeiro: Record, 2003.

GOODHART, Charles (et.al.). *Financial Regulation: why, how and where?* London: Routledge, 2001.

GRAU, Eros Roberto. *O Direito Posto e o Direito Pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

_____. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2003.

_____. *As agências, essas repartições públicas*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 25-28.

GRIMM, Dieter. *Constituição e Política*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

_____. *Jurisdição constitucional e democracia*. *Revista de Direito do Estado*, nº 4, 2006, p. 3-22.

GUERRA, Glauco Martins. *Princípio da Legalidade e Poder Normativo: Dilemas da Autonomia Regulamentar*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 71-94.

GUIMARÃES, André Luiz de Souza; LIMA, Jorge Cláudio Calvalcante de Oliveira. *Avaliação do risco de crédito no Brasil*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 207-222.

HESSE, Konrad. *La fuerza normativa de La Constitución*. In: HESSE, Konrad. *Escritos de derecho constitucional*, 1983, p. 59-84.

HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. *The Costs of Rights: Why Liberty Depends on Taxes*. New York: W.W. Norton & Company, 1999.

JUSTEN FILHO, Marçal. *Agências Reguladoras e Democracia: Existe um Déficit Democrático na “Regulação Independente”?* In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 227-250.

KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro, Elsevier, 2009.

_____. *Um basta à depressão econômica! propostas para uma recuperação plena e real da economia mundial*. Trad. Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

KYMLICKA, Will. *Filosofia política contemporânea: uma introdução*. Trad. Luís Carlos Borges. São Paulo: Martins Fontes, 2006.

LASTRA, Rosa Maria. *Banco Central e regulamentação bancária*. Belo Horizonte: Livraria Del Rey, 2000.

LEITE, Karla Vanessa; FILHO, Paulo Fernando. *Crise do Euro: origem, desdobramentos e a nova ordem financeira global*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 80-88.

LOMBARTE, Artemi Rallo. *La constitucionalidad de las administraciones independientes*. Madrid: Tecnos, 2004.

LOWENKRON, Alexandre. *As falhas nos modelos de gestão de risco durante a crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 125-141.

LOYOLA, Gustavo. *O futuro da regulação financeira*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 61-78.

MALAN, Pedro Sampaio. *Uma visão abrangente sobre a crise e o processo de sua superação*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 49-60.

MAJONE, Giandomenico. *Do Estado Positivo ao Estado Regulador: causas e conseqüências da mudança no modo de governança*. In: MATTOS, Paulo Todescan L. (coord). *Regulação Econômica e Democracia – o debate europeu*. São Paulo: Singular, 2006, p. 53-85.

MANDELBROT, Benoit; HUDSON, Richard. *The (mis) Behavior of Markets*. New York: Basic Books, 2008.

MARQUES, Maria Manuel Leitão; ALMEIDA, João Paulo Simões de; FORTE, André Matos. *Concorrência e regulação (a relação entre a autoridade da concorrência e as autoridades de regulação sectorial)*. Coimbra: Coimbra, 2005.

MARQUES, Maria Manuel Leitão; MOREIRA, Vital. *A Mão Visível – Mercado e Regulação*. Coimbra: Almedina, 2008.

MARQUES NETO, Floriano Peixoto de Azevedo. *Limites à Abrangência e à Intensidade da Regulação Estatal*. Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico. Salvador, Instituto de Direito Público da Bahia, nº 4, 2006, p. 1-21.

_____. *Regulação Estatal e Interesses Públicos*. São Paulo: Malheiros, 2002.

MARTINS, Guilherme Waldemar d'Oliveira; RODRIGUES, Nuno Cunha. *Sobre o Financiamento das Entidades Reguladoras do Sistema Financeiro em Portugal*. In: MARTÍNEZ, Aurilivi Linares; SADDY, André (coord.). *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 195-211.

MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Autonomia Decisória, Discricionariedade Administrativa e Legitimidade da Função Reguladora do Estado no Debate Jurídico Brasileiro*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 251-274.

_____. *Agências reguladoras e democracia: participação pública e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 182-230.

MEDAUAR, Odete. *A processualidade no direito administrativo*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

_____. *O Direito Administrativo em evolução*. São Paulo: Malheiros, 2003.

MELLO, João Manoel Pinho de. *Estrutura, concorrência e estabilidade*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 111-123.

MENDES, Conrado Hubner. *Direitos fundamentais, separação de poderes e deliberação*. São Paulo: Saraiva, 2011.

_____. *Reforma do Estado e Agências Reguladoras: Estabelecendo os Parâmetros de Discussão*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 99-139.

MENDES, Gilmar Ferreira; COELHO, Inocêncio Mártires; BRANCO, Paulo Gustavo Gonet. *Curso de Direito Constitucional*. São Paulo: Saraiva, 2009.

MENDONÇA, Eduardo. *A constitucionalização da política: entre o inevitável e o excessivo*. Revista da Faculdade de Direito da UERJ, nº 18, edição eletrônica, 2010, p. 1-46.

MENDONÇA, José Vicente Santos de. *A Captura Democrática da Constituição Econômica: uma proposta de releitura das atividades públicas de fomento, disciplina e intervenção direta na economia à luz do pragmatismo e da razão pública*. Tese de doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Direito. Rio de Janeiro, 2010.

MESQUITA, Mário Magalhães Carvalho; TORÓS, Mário. *Gestão do Banco Central no pânico de 2008*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 189-206.

MONCADA, Luís de Cabral de. *Manual elementar de direito público da economia: uma perspectiva luso-brasileira*. Coimbra: Almedina, 2012.

MORAES, Germana de Oliveira. *Controle Jurisdicional da Administração Pública*. São Paulo: Dialética, 2004.

MORANDI, André; FIRMO, Márcio Gold. *Regulação: errada, incompleta ou não aplicada?* In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 29-45.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Poder, direito e Estado: o direito administrativo em tempos de globalização – in memoriam de Marcos Juruena Villela Souto*. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

_____. *Quatro paradigmas do direito administrativo pós-moderno: legitimidade, finalidade, eficiência, resultados*. Belo Horizonte: Forum, 2008.

_____. *Curso de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

NOBREGA, Mailson. *Origens da Crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 3-18.

_____. *Brasil: um novo horizonte*. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 284-309.

NORTH, Douglass C. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

NUNES, António José Avelãs. *Noção e objecto da Economia Política*. Coimbra: Almedina, 2008.

_____. *Uma leitura crítica da actual crise do capitalismo*. Coimbra: Coimbra, 2011.

NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 6. ed. São Paulo: RT, 2011.

_____. *Desenvolvimento econômico – Um retrospecto e algumas perspectivas*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 11-24.

OTERO, Paulo. *Legalidade e Administração Pública: O Sentido da Vinculação Administrativa à Juridicidade*. Coimbra: Almedina, 2011.

PALLEY, Thomas. *Intepretações alternativas sobre a crise econômica: a luta pelo futuro*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 15-25.

PELTZMAN, Sam. *A Teoria Econômica da Regulação depois de uma década de Desregulação*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: O debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 81-127

PEREIRA JUNIOR, Ademir Antônio. *Legitimidade e Governabilidade na Regulação do Sistema Financeiro*. Revista Direito GV, São Paulo, nº 4, 2008, p. 517-538.

PEREIRA, Jane Reis Gonçalves. *Interpretação constitucional e direitos fundamentais: uma contribuição ao estudo das restrições aos direitos fundamentais na perspectiva da teoria dos princípios*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

PILATTI, Adriano. *A Constituinte de 1987-1988: Progressistas, Conservadores, Econômica e Regras do Jogo*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

POSNER, Richard. *Teorias da Regulação Econômica*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: O debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 49-80.

POTO, Margherita. *The Supervisory Authorities of the Financial Sector*. In: MARTÍNEZ, Aurilivi Linares; SADDY, André (coord.). *Estudos sobre Regulação e Crises dos Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011, p. 169-193.

PRADO JUNIOR, Caio. *Histórica econômica do Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 2008.

RAGAZZO, Carlos Emmanuel Joppert. *Regulação jurídica, racionalidade econômica e saneamento básico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

_____. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004.

_____. *A ideia de razão pública revista*. In: RAWLS, John. *O direito dos povos*. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 171-235.

_____. *O liberalismo político*. Trad. Álvaro de Vita. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2011.

REICH, Norbert. *Intervenção do Estado na Economia: Reflexões sobre a Pós-Modernidade na Teoria Jurídica*. Cadernos de Direito Econômico e Empresarial, Revista de Direito Público, v. 94, 1990, p. 265-282.

_____. *A Crise Regulatória: ela existe e pode ser resolvida?* In: MATTOS, Paulo Todescan L. (coord.). *Regulação Econômica e Democracia – o debate europeu*. São Paulo: Singular, 2006, p. 17-51.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente*. Trad. Afonso Celso da Cunha Senra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

RODRIGUES, Vasco. *Análise Econômica do Direito: uma introdução*. Coimbra: Almedina, 2007.

ROMAN, Flávio José. *A Função Regulamentar da Administração Pública e a Regulação do Sistema Financeiro Nacional*. In: JANTALIA, Fabiano (coord.). *A Regulação Jurídica do Sistema Financeiro Nacional*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2009, p. 57-98.

ROSE-ACKERMAN, Susan. *Análise Econômica Progressista do Direito – e o Novo Direito Administrativo*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: O debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 243-280.

ROUBINI, Nouriel; MIHM, Stephen. *A economia das crises: Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2010.

SADDI, Jairo. *Crise e Regulação Bancária*. São Paulo: Textonovo, 2001.

SADDY, André. *Formas de Atuação e Intervenção do Estado Brasileiro na Economia*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Regulação da Atividade Econômica (Princípios e Fundamentos Jurídicos)*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

_____. *Direito concorrencial: as estruturas*. São Paulo: Malheiros, 2002.

_____. *Regulação e desenvolvimento*. In: SALOMÃO FILHO, Calixto (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 29-63.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo: Atlas, 2007.

SANTOS, António Carlos dos; GONÇALVES, Maria Eduarda; MARQUES, Maria Manuel Leitão. *Direito Económico*. 6. ed. Coimbra: Almedina, 2011.

SARLET, Ingo Wolfgang. *A eficácia dos direitos fundamentais: uma teoria geral dos direitos fundamentais na perspectiva constitucional*. 10. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.

SARMENTO, Daniel (Org.). *Interesses Públicos versus Interesses Privados: Desconstruindo o Princípio de Supremacia do Interesse Público*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

_____. *Interpretação Constitucional, Pré-compreensão e Capacidades Institucionais do Intérprete*. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel; BINENBOJM, Gustavo (Coord.). *Vinte Anos da Constituição Federal de 1988*. Lumen Juris, 2009, p. 311-322.

_____. *A Eficácia Temporal das Decisões no Controle de Constitucionalidade*. In: SARMENTO, Daniel. (org.). *O Controle de Constitucionalidade e a Lei 9.868/99*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2001, p. 101-138.

SARMIENTO, Daniel. *El Soft Law Administrativo: Um estudio de los efectos jurídicos de las normas no vinculantes de La Administración*. Madrid: Thomson Civitas, 2007.

SAUTER, Wolf; SCHEPEL, Harm. *State and Market in European Union Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

SEN, Amartya. *A ideia de justiça*. Trad. Denise Bottmann. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

_____; KLIKSBURG, Bernardo. *As pessoas em primeiro lugar: a ética do desenvolvimento e os problemas do mundo globalizado*. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

_____. *Desenvolvimento como liberdade*. São Paulo: Companhia das Letras, 2000.

_____. *Sobre ética e economia*. Trad. Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 1999.

SHILLER, Robert J. *A solução para o subprime: saiba o que gerou a atual crise financeira e o que fazer a respeito*. Trad. Eliana Bussinger. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

SILVA, Alexandre Garrido da. *Minimalismo, democracia e expertise: o Supremo Tribunal Federal diante de questões políticas e científicas complexas*. Revista de Direito de Estado, nº 12, 2009, p. 107-142.

SILVA, Virgílio Afonso da; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da. *A regulamentação do sistema financeiro nacional: o art. 192 e o mito da lei complementar única*. Revista de Direito Mercantil, nº 127, 2002, p. 79-92.

SLAUGHTER, Anne-Marie. *Global Government Networks, Global Information Agencies, and Disaggregated Democracy*. Harvard Law School Public Law. Working Paper nº 18, p. 1-41.

SOBREIRA, Rogério; SILVA, Tarcisio Gouveia de. *Basiléia III: Longe de uma panacéia*. In: MODENESI, André de Melo et. al. (orgs.). *Sistema financeiro e política econômica em uma era de instabilidade: tendências mundiais e perspectivas para a economia brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012, p. 96-104.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Direito Administrativo Regulatório*. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

_____. *Extensão do Poder Normativo das Agências Reguladoras*. In: ARAGÃO, Alexandre Santos de (coord.). *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 95-107.

SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013.

_____; MENDONÇA, José Vicente Santos de. *Fundamentalização e Fundamentalismo na Interpretação do Princípio Constitucional da Livre Iniciativa*. In: SOUZA NETO, Cláudio Pereira de; SARMENTO, Daniel (Coord.). *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos Teóricos e Aplicações Específicas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007, p. 709-741.

_____. *Teoria constitucional e democracia deliberativa: um estudo sobre o papel do direito na garantia das condições para a cooperação na deliberação democrática*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

SUNDFELD, Carlos Ari. *Direito Administrativo para Céticos*. São Paulo: Malheiros, 2012.

- _____. *Fundamentos de Direito Público*. São Paulo: Malheiros, 2012.
- _____. *Introdução às Agências Reguladoras*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 17-38.
- _____. *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul C. Veiga; MATTOS, Paulo Todescan Lessa (Coord.). *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002, p. 29-47.
- SUNSTEIN, Cass R. *O Constitucionalismo após o The New Deal*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: O debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 131-242.
- _____. *The Cost-Benefit State: The Future of Regulatory Protection*. Chicago: American Bar Association, 2002.
- _____; VERMEULE, Adrian. *Interpretations and Institutions*. Chicago: Public Law and Legal Theory Working Paper nº 28, 2002, p. 1-55.
- _____. *After the Rights Revolution: reconceiving the regulatory state*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.
- _____. *Paradoxes of the Regulatory State*. *The University of Chicago Law Review*, v. 57, nº 2, 1990, p. 407-441.
- STIGLER, George. *A Teoria da Regulação Econômica*. In: MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação Econômica e Democracia: O debate norte-americano*. São Paulo, 34, 2004, p. 23-48.
- STIGLITZ, Joseph E. *Globalização: como dar certo*. Trad. Pedro Maia Soares. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.
- _____. *O mundo em queda livre: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial*. Trad. José Viegas Filho. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.
- TAVARES, André Ramos. *Direito Constitucional Econômico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.
- TAYLOR, John. *Risco sistêmico e papel do governo*. In: GIAMBIAGI, Fábio; GARCIA, Marcio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 19-27.
- TOMÁS DE AQUINO, Santo. *A prudência: a virtude da decisão certa*. Trad. Jean Lauand. São Paulo: Martins Fontes, 2005.
- TURCZYN, Sidnei. *O sistema financeiro nacional e a regulação bancária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

VARIAN, Hal. *Microeconomia: princípios básicos*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

VIEIRA, Oscar Vilhena. *Supremocracia*. Revista de Direito do Estado, nº 12, 2009, p. 55-75.

_____. *Globalização e Constituição Republicana*. In: CAMPILONGO, Celso (org.). *A Democracia Global em construção*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 25-52.

VITA, Álvaro de. *O liberalismo igualitário: sociedade democrática e justiça internacional*. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2008

_____. *A justiça igualitária e seus críticos*. 2. ed. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2007.

WELCH, John H. *Futurologia financeira global: implicações do pós-crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio; BARROS, Octavio (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 41-52.

WILLHELM, Camila Neves. *O Poder Normativo do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central diante do Artigo 25 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição Federal de 1988*. In: Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central, v. 5, nº 2, 2011, p. 51-76.

WOLF, Martin. *A reconstrução do sistema financeiro global*. Trad. Afonso Celso da Cunha. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

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

ZAGREBELSKY, Gustavo. *El derecho dúctil. Ley, derechos, justicia*. Trad. Marina Gascón. São Paulo: Lael, 1999.