

**XXIV CONGRESSO NACIONAL DO  
CONPEDI - UFMG/FUMEC/DOM  
HELDER CÂMARA**

**AUTONOMIA PRIVADA, REGULAÇÃO E  
ESTRATÉGIA**

**FREDERICO DE ANDRADE GABRICH**

**ROGERIO LUIZ NERY DA SILVA**

Todos os direitos reservados e protegidos.

Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

#### **Diretoria – Conpedi**

**Presidente** - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa – UFRN

**Vice-presidente Sul** - Prof. Dr. José Alcebíades de Oliveira Junior - UFRGS

**Vice-presidente Sudeste** - Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM

**Vice-presidente Nordeste** - Profa. Dra. Gina Vidal Marcílio Pompeu - UNIFOR

**Vice-presidente Norte/Centro** - Profa. Dra. Julia Maurmann Ximenes - IDP

**Secretário Executivo** - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC

**Secretário Adjunto** - Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto – Mackenzie

#### **Conselho Fiscal**

Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG /PUC PR

Prof. Dr. Roberto Correia da Silva Gomes Caldas - PUC SP

Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Napolini Sanches - UNINOVE

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS (suplente)

Prof. Dr. Paulo Roberto Lyrio Pimenta - UFBA (suplente)

**Representante Discente** - Mestrando Caio Augusto Souza Lara - UFMG (titular)

#### **Secretarias**

**Diretor de Informática** - Prof. Dr. Aires José Rover – UFSC

**Diretor de Relações com a Graduação** - Prof. Dr. Alexandre Walmott Borgs – UFU

**Diretor de Relações Internacionais** - Prof. Dr. Antonio Carlos Diniz Murta - FUMEC

**Diretora de Apoio Institucional** - Profa. Dra. Clerilei Aparecida Bier - UDESC

**Diretor de Educação Jurídica** - Prof. Dr. Eid Badr - UEA / ESBAM / OAB-AM

**Diretoras de Eventos** - Profa. Dra. Valesca Raizer Borges Moschen – UFES e Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - UNICURITIBA

**Diretor de Apoio Interinstitucional** - Prof. Dr. Vladimir Oliveira da Silveira – UNINOVE

---

A939

Autonomia privada, regulação e estratégia [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI/  
UFMG/FUMEC/Dom Helder Câmara;

coordenadores: Frederico de Andrade Gabrich, Rogerio Luiz Nery Da Silva – Florianópolis:  
CONPEDI, 2015.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-85-5505-077-0

Modo de acesso: [www.conpedi.org.br](http://www.conpedi.org.br) em publicações

Tema: DIREITO E POLÍTICA: da vulnerabilidade à sustentabilidade

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Brasil – Encontros. I. Congresso Nacional do  
CONPEDI - UFMG/FUMEC/Dom Helder Câmara (25. : 2015 : Belo Horizonte, MG).

---

CDU: 34



# **XXIV CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI - UFMG/FUMEC /DOM HELDER CÂMARA**

## **AUTONOMIA PRIVADA, REGULAÇÃO E ESTRATÉGIA**

---

### **Apresentação**

A necessidade crescente de promoção do desenvolvimento econômico sustentável, contraposta com a significativa regulação da atividade econômica, com o aumento da intervenção do Estado nos negócios e com a excessiva judicialização dos fenômenos jurídicos, são questões relevantes, contemporâneas e integram a base de diversos problemas científicos e práticos que envolvem as abordagens das tensões entre autonomia privada, regulação e estratégia.

Essa situação exige que o Direito seja reconhecido não apenas como ciência e instrumento legítimo de solução de conflitos, mas como elemento fundamental de estruturação dos objetivos das pessoas (naturais e jurídicas) e das organizações (privadas e públicas), para que estas realizem os seus objetivos estratégicos com o menor custo e com a maior eficiência possível, respeitados os limites normativos, filosóficos e éticos decorrentes do Estado Democrático de Direito.

Nesse contexto, é fundamental o desenvolvimento de ideias inovadoras no âmbito da ciência do Direito, bem como a análise, a reflexão e a crítica propositiva de questões estruturantes, tais como, dentre outras: os limites da intervenção estatal na atividade econômica e na autonomia privadas; a normatividade contemporânea e a estruturação lícita dos negócios e dos mercados globalizados; a liberdade de contratar; a interpretação finalística e contemporânea dos institutos clássicos do direito privado; o confronto entre a autonomia privada e o interesse público; a dicotomia entre a propriedade privada e a função social da empresa; as relações entre as empresas, o Estado e as organizações do terceiro setor; a composição de interesses privados e públicos nos mercados; a ineficiência dos instrumentos de controle da atividade econômica; as parcerias entre o público e o privado; as relações entre os modelos de negócios, o planejamento empresarial, a gestão estratégica das organizações e a eficiência dos planejamentos jurídicos (tributários, societários, contratuais, trabalhistas etc); o uso de estruturas jurídicas tipicamente privadas para organização da atividade estatal; a dominação de mercados e a livre concorrência; as combinações de negócios, fusões e aquisições; a liberdade de agir, de pensar, de informar e de ser informado, de empreender.

Por essa razão, o Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito - Conpedi, em seu XXIV Congresso Nacional, ocorrido de 11 a 14 de novembro de 2015, em Belo

Horizonte, organizado em conjunto e sediado pelas Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Fundação Mineira de Educação e Cultura - Universidade FUMEC e Escola Superior Dom Helder Câmara, decidiram, muito oportunamente, por adotar entre os seus quase setenta grupos de trabalho, um que fosse destinado a cuidar especificamente dessas matérias de Autonomia Privada, Regulação e Estratégia. O fruto dos esforços nele desenvolvidos são aqui ofertados à Comunidade Acadêmica e Científica, com a convicção de servir não apenas de subsídio a estudos nessas áreas, mas, sobretudo, de estímulo e provocação a uma reflexão que se mostre sempre livre, crítica e útil a contribuir para construir uma sociedade melhor.

Prof. Dr. Frederico Gabrich - FUMEC Prof. Dr. Rogério Luiz Nery da Silva - UNOESC

Programa de Mestrado em Direito da Universidade Fumec Programa de Mestrado da Universidade do Oeste de Santa Catarina

# **A REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO E A VULNERABILIDADE DO INVESTIDOR FACE ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS EM RELAÇÕES HIERÁRQUICAS**

## **FINANCIAL MARKET'S REGULATION AND INVESTOR'S VULNERABILITY FACE TO ASYMMETRIC INFORMATIONS IN HIERARCHICAL RELATIONS**

**André Gomes de Sousa Alves**

### **Resumo**

O presente trabalho tem o objetivo de analisar o processo de regulação dos arranjos poder existente nas relações entre Estado, mercado financeiro e sujeitos sociais. Em sede específica, o problema repousa sob as falhas informacionais existentes no referido mercado e, como consequência, sob o comportamento das estratégias regulatórias daí decorrentes. Pra tanto, utilizou-se do método de abordagem sistêmico, com auxílio dos métodos de procedimento histórico, hermenêutico e estruturalista, e, em termos procedimentais, das técnicas de pesquisa bibliográfica e documental. Como resultado, compreendeu-se que a relação hierárquica entre principal-agent tende a transitar, pois, entre o estabelecimento de normas direcionadas aos comportamentos dos sujeitos econômicos e a definição de medidas preventivas e de correção ao sistema. Em outros termos, a força jurígena dos fatos econômico-sociais levou o sistema jurídico a procurar respostas às contingências do fluxo de capitais. O funcionamento dos mercados e sua capacidade de criar novos referenciais paradigmáticos necessitaram de determinados outputs que, em movimento pendular, redefiniram as capacidades e habilidades do político e do jurídico no ajuste de interesses conflitantes. Nesse contexto, o direito à proteção regulatória passou a ser, portanto, importante perspectiva de orientação e (re)organização das relações existentes no mercado, com enfoque de estreita ligação com direitos à segurança e à confiança nas transações estabelecidas.

**Palavras-chave:** Mercado financeiro, Relações hierárquicas, Assimetria de informações, Estratégias de regulação

### **Abstract/Resumen/Résumé**

This study aims to analyze the process of regulation that exists in power arrangements of the relationship between State, financial market and social subjects. In particular seat, the problem rests under existing informational gaps in that market, noting also, ultimately, the behavior of regulatory frameworks strategies arising therefrom. To this, it was used the systemic approach method, with the help of the procedure methods historical, hermeneutic and structuralist, and, in procedural terms, the research techniques bibliographical and documentary. As a result, it realized that the hierarchical relationship between principal-agent tends to be carried between the establishment of norms directed to the conduct of economic

subjects and the definition of preventive and fix measures to the system. In other words, the force "jurígena" the economic and social facts led the legal system to seek answers to the contingencies of capital flows. The functioning of markets and their ability to create new paradigmatic references required certain outputs that, in swinging, redefined the capabilities and the political and legal skills in the adjustment of conflicting interests. Thus, regulatory's protection becomes, in this case, important guidance of (re)organization of the relationships in the market, whose focus has close connection with rights to security and trust in the established transactions.

**Keywords/Palabras-claves/Mots-clés:** Financial market, Hierarchical relationships, Asymmetric informations, Regulation strategies

## 1 INTRODUÇÃO

Os processos de acumulação de riqueza e suas interligações com as alterações político-econômicas decorrentes do direito negocial, são inquietações que, nos contextos de micro e macroregulação das relações econômicas, promovem uma séria repercussão nas políticas públicas de proteção social.

As sucessivas crises evidenciadas nas últimas décadas no bojo da relação entre Estado, mercado e sociedade, tiveram um impacto curioso na dogmática jurídica tradicional, ora suportada por valores privatísticos de estímulo interindividual, ora tolerada por aspectos juspublicistas de índole institucional. As respectivas mudanças do sistema econômico capitalista provocaram um verdadeiro (re)arranjo de forças estruturais nas relações de poder, necessariamente com implicações de ordem conjuntural.

O *homo economicus* passou de ficção a realidade, estribado nas pretensões de um ambiente de incertezas cuja complexidade financeira efetivamente deságua na reordenação da própria sociedade capitalista. Em consequência, as funções do Estado foram valorativamente reformuladas no processo decisório, permeando um quadro de escolhas desde as mais liberais às mais intervencionistas.

A força “jurígena” dos fatos econômico-sociais levou, então, o sistema jurídico a procurar respostas às contingências do fluxo de capitais. O funcionamento dos mercados e sua capacidade de criar novos referenciais paradigmáticos necessitaram de determinados *outputs* que, em movimento pendular, redefiniram as capacidades e habilidades do político e do jurídico no ajuste de interesses conflitantes.

Portanto, a superação das insuficiências do mercado exigiu através dos tempos, por parte do Estado, um aparato regulatório que fosse capaz de minimizar as agudizações que se refletiam na ordem do jogo entre empresas e consumidores.

Inspirado em Weber, é como se fôssemos de um estágio de racionalidade formal a uma etapa de racionalidade material, respectivamente representados pela valorização do conjunto das regras do jogo e pela ênfase nos objetivos dessas regras. Em outras palavras, a normatividade jurídica sai de um quadro de pouca intervenção no domínio econômico para um contexto de importância da definição das metas que viabilizem o interesse público.

Em último estágio, mas não menos controverso, a regulação da ordem econômica (nomeadamente sob o prisma financeiro) pluraliza as soluções de conflito, ora heterorregulados ora autorregulados. Centros autônomos de decisão interagem com o próprio Estado e revivem certa desregulação do mercado, não totalmente abstencionista, mas

qualificada apenas no tocante à mitigação da forte intervenção econômica do Estado de outrora.

Dessa forma, alguns *turning points* são alçados à essência do sistema capitalista, que ora expande seus escopos ora os retrai, de modo inversamente proporcional às investidas do Estado. É o caso, por exemplo, de até se fortalecer novamente a regulação de intervenção no mercado financeiro, proclamando uma espécie de “re-regulação”.

Com efeito, seja por meio da regulação financeira sistêmica, de condutas, ou por uma regulação prudencial *ex ante*, o escopo final deve, necessariamente, considerar os interesses da coletividade, embora atento ao fenômeno irreversível da globalização econômico-financeira. Ou, em outros termos, efetivar uma regulação que priorize a proteção contra o risco sistêmico, contra o comportamento oportunista dos intermediários e, especialmente, contra situações de assimetrias informacionais.

## **2 AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO, CRISE E RE-REGULAÇÃO**

A antiga qualificação do Estado-Nação, nomeadamente marcado pela máxima “*L’Etat cest moi*” e pela valorização do poder político centralizado, aos poucos cedeu espaço para novas compreensões acerca da razão humana no conjunto econômico-social. Os conceitos de território e cidadania, bastante caros à consolidação dos Estados nacionais, foram redimensionados à medida que novos atores são elevados ao palco.

Sobre o sujeito mercadológico, como enfatiza Avelãs Nunes (2003, p. 57-66), ele não é uma instituição natural, mas um processo histórico de índole institucional política. O mercado não é um instrumento comodamente revelado em prol de uso neutro e eficiente dos recursos escassos, antes uma instituição social, produto da história, e que serve à manutenção de determinadas estruturas de poder.

Outrossim, o *homo economicus* imprime à ordem social algumas condicionantes que veiculam o comportamento das instâncias politicamente organizadas. A sociedade tornou-se pluralista, complexa, compreendida em aspecto dinâmico e de ação coletiva.

Dessa forma, Estado e mercado estão intimamente correlacionados, interdependentes, em um processo de interação que em linhas consequentes implica necessariamente a reformulação dos paradigmas econômico-sociais. O enfoque é sistêmico, estimulador da desfronterização da relação existente entre o político, o econômico e o comunitário; por conseguinte, o Estado não se coloca como simples facilitador dos processos de troca, muito menos como forte controlador da economia capitalista, mas reflexivamente conectado ao



mercado.

Em sede hodierna, o perfil da relação existente entre o Estado contemporâneo e a economia passou a ser densamente destacado por contextos de crises multiformes e cambiantes, sem qualquer consideração ultrapassada. O processo de inovação tecnológica e da própria estrutura do pensamento social, expressa novos *turning points* na tentativa de recuperação ou superação do problema.

Originária do grego *krineim*, que significa separar, espaçar, romper, a palavra “crise” deixou de ser um mero vocábulo apegado à noção de infortúnio ou deficiência permanente, calcando degraus na consideração de mudança de paradigmas ou reconstruções da racionalidade científica e social. (KHUN, 1970). Constata-se na atualidade controversa um período de transição entre alguns referenciais distintos, seja no campo da política, a partir da crise democrática ou de legitimidade de responder a todas as demandas sociais; no campo da economia, pela confusão integrativa dos mercados; ou mesmo no âmbito jurídico, pela relativa incapacidade do Estado em desenvolver políticas públicas realmente identificadas com o chamado direito constitucional assistencial.

Diante desse quadro, há um clima de falência em relação aos velhos arquétipos teóricos tradicionais, capaz o bastante de fazer com que o “novo” comece a sepultar de uma vez por todas o “velho” e a orientar o presente ainda não perfeitamente dirigido. Ao tempo em que a economia se desterritorializa, o Estado passa a desenvolver um perfil de regulador por delegação, não mais detendo a exclusividade normativa e orientadora na condução da vida social. Há, agora, uma pluralidade de centros de poder normativo, marcada por micro relações jurídico-privadas de caráter essencialmente econômico.

Por conseguinte, como uma forma de evitar o que Teubner (1987) caracterizou como “trilema regulatório”, fora dos ambientes normativos tradicionais do Estado, surgem novos campos de composição de interesses e de ajustamento dos conflitos, bem como novos sujeitos de efetivação dos respectivos direitos. Na atual conjuntura, não se aceita mais a intervenção preponderante do direito estatal em outros subsistemas do universo social, ao ponto de desprezar o grau de autonomia a cada um inerente.

Conforme expõe Maria Luiz Feitosa (2007, p. 181), uma articulação entre as áreas reguladas e seus respectivos sistemas seria a solução para uma regulação jurídica menos formal e interventiva, garantindo a utilização das normas jurídicas como quadro de autorregulação social e a efetivação de expedientes de regulação negociada ou direta dos comportamentos sociais. Ou seria possível aos particulares acordarem entre si mesmos as regras orientadoras da relação, ou, no máximo, o Estado estabelecería uma relação com

setores da sociedade para regular os comportamentos de determinados grupos sociais.

Como se estivesse calcado num processo de superação das racionalidades científica e instrumental, respectivamente neutra em relação a valores e de organização estratégica de meios adequados à superação de determinados fins, uma espécie de razão comunicativa vem à tona ante o processo de modernização da sociedade hodierna. Como defende Habermas (1987, p. 57), no processo de interação social entre a ação e a comunicação dos sujeitos em convivência, prevalece uma ação comunicativa que se orienta “segundo normas de vigência obrigatória que definem as expectativas recíprocas de comportamento e que têm de ser entendidas e reconhecidas, pelo menos, por dois sujeitos agentes.”

À defesa de Maria Augusta Gonçalves (2015):

O Estado contemporâneo está cada vez mais submetido aos mecanismos financeiros, ocupando-se de forma crescente com questões de ordem técnica, perdendo as instituições, como, por exemplo, o direito, a economia e a política, ao longo desse processo, a ligação com os fins para os quais foram criadas. Temos, assim, um Estado que, por um lado, se vê subtraído de parte de suas funções sociais primordiais e, por outro, na ampliação crescente de subsistemas de “ação racional com respeito a fins”, se vê submerso numa administração burocrática que, imbuída de uma racionalidade instrumental, pretende dotá-lo de eficácia na gestão dos problemas sociais.

Diante desse contexto, novas formas de institucionalização da resolução dos problemas aclarados na sociedade passam a ser respondidos pelas partes diretamente interessadas. O Estado emana uma aliança com as mesmas sem necessariamente ordenar a direção pelo qual o caminho deverá ser seguido.

Em sede específica, no campo da autorregulação dos conflitos de mercado, os próprios regulados, por meio de organizações associativas ou representativas, passam, então, a suprir as lacunas da regulação governamental. Envolve a complementação ou relativa substituição do monopólio da ação reguladora estatal, através de uma iniciativa favorecida pelos efetivos participantes das relações de mercado. Até porque, como defende Jensen (1994, p. 45), “indivíduos racionais envolvidos em esforços cooperativos sempre têm incentivos para reduzir ou controlar conflitos de interesse assim como reduzir as perdas resultantes destes.”

Surgida no cenário do Estado regulador, apenas tendente a fiscalizar e incentivar com monitoramento as atividades econômicas, a autorregulação enxerga nos próprios agentes do mercado a saída para a sanidade de alguns déficits de suas relações. Em consequência, a maior proximidade, sensibilidade e habilidade no trato das suas próprias condutas levam os participantes diretos do mercado a normatizar seus padrões éticos e deveres legais.

Como explica Alexandre Zanotta (2005, p. 84):

Assim como em relação ao conceito de regulação, a noção de auto-regulação implica a integração de distintas funções: o estabelecimento de normas, a implementação e aplicação dessas normas e a composição dos conflitos que delas advêm. Há, igualmente, dentro do conceito de auto-regulação apresentado, três poderes inerentes: aqueles de criação das normas de conduta, o de aplicar e executar as normas elaboradas, e o exercício de poderes disciplinares em relação aos seus próprios membros.

As associações passam, portanto, a oferecer um movimento que, embora voluntário, institucionaliza-se ante a necessidade do próprio mercado em desenvolver e assegurar sua própria estrutura operacional. A autonomia da vontade dos indivíduos de se associarem favorece o estabelecimento de regras que, em analogia à divisão dos poderes do Estado, interligam as funções de legislação, execução e fiscalização do cumprimento das normas privadas.

Não se trata de uma mera correspondência interempresarial, mais relacionada a um tipo de regulação interna empreendida pelas próprias empresas em uma situação contratual específica, duradoura ou não. Nesse caso, as obrigações assumidas enaltecem compromissos contratuais cuja eficácia limita-se aos centros de interesse delimitados, com uma liberdade contratual e de contratar também mais restrita.

Igualmente, não é a autorregulação uma espécie de co-regulação, identificada com órgãos de composição mista, de representantes do Estado e de interesses privados. A diferença é que as decisões do processo de autorregulação não necessariamente se sedimentam em questões de hierarquia, ou em consensos firmados em órgãos mistos especificamente criados para tanto. Suas associações têm uma característica de organização coletiva que, ao mesmo tempo, dirige e assume as regras estabelecidas, sem a necessidade imperiosa de participação do poder público.

Por isso, a autorregulação também não é um processo de participação privada na atividade regulatória estatal, visto não estar diretamente relacionada com a concepção racional-científica de dominação das funções regulatórias por parte do Estado. Esse caso trata-se mais de uma situação de regulação participada.

No máximo, a autorregulação pode ter uma índole pública quando as instâncias privadas de autorregulação são efetivadas ou reconhecidas pelo poder estatal, que as outorga poderes de normatização e fiscalização semelhantes aos seus. Nesse caso, as associações são transformadas em órgãos do Estado, assumindo a condição de regulador com autoridade e independência, como uma situação mais identificada com uma regulação pública não-estatal, embora ainda pública.

Dessa forma, nas palavras de Vital Moreira (1977, p. 52-53):

Auto-regulação não é menos “artificial” do que a regulação estatal. Também ela implica a formulação de normas e a sua implementação, de modo a influenciar, condicionar, proibir ou constranger a atividade dos agentes econômicos. A diferença está em que ela compete aos próprios agentes econômicos, coletivamente organizados, que desse modo são, simultaneamente, autores e destinatários da regulação.

Com a autorregulação há, portanto, uma espécie de regulação que vai do empreendimento *interna corporis* à definição de normas válidas para determinado seguimento do mercado. A compreensão de regulação enquanto modelo puramente intervencionista do Estado sobre a economia perde espaço para o compromisso entre os agentes integrantes daquele mercado, numa concepção que mais parece interligada aos conceitos abstraídos do sistema de *common law*.

A indicação da lei como *standard* jurídico maior aparentemente se mostra enrijecedora das relações interpessoais e da consequente resolução de seus conflitos, à visualização de uma relativa onerosidade ao mercado, que conseqüentemente se apressa em estabelecer meios de neutralizar essa influência. Em contraprestação, essa espécie de “fraqueza normativa” seduz os operadores do mercado porque gera as condições propícias para uma maior mobilidade negocial. A autorregulação possibilita, assim, uma ascendente flexibilidade para a edição e reformulação de normas e procedimentos, visto seu caráter mais próximo da realidade e menos burocrático.

Os costumes são o elemento utilizado em demasia para a produção normativa das entidades de classe representativas de grupos de interesse, aliado à jurisprudência nacional e internacional e aos princípios gerais. Eles são reconhecidos e sedimentam a elaboração de códigos de ética/conduita e de normas regulamentares da profissão, à qualidade de modelos jurídicos derivados de fatos jurígenos que ganham especial destaque nas relações entre Direito e economia.

Denota-se, portanto, as experiências vivenciadas ou em construção pelos próprios associados, significando uma regulação coletiva – já que não existe em nível individual – e sem a interferência direta da heterorregulação, ou, de normas criadas pelo meio externo, pelo Estado.

No entanto, desde o esgotamento do papel extremamente liberal do Estado ao declínio da função nomeadamente centralizada do aparelho estatal dirigente, a fórmula utilizada pelo Estado neoliberal, consolidada a partir da marcante recepção dos processos de globalização e

inovação financeira supranacional, igualmente demonstra sinais de turbulência. O Estado atual apregoa-se numa cambiante e permanente interação com fatores de índoles pública, privada e social, enaltecendo o alto perfil de contingência que atinge boa parte de sua estrutura organizacional dogmática.

Para fins meramente didáticos, poder-se-ia até decantar a periodicidade histórica das crises da regulação econômica estatal segundo as etapas de (i) regulamentação espontânea da economia; (ii) regulação dos comportamentos econômicos por meio de instituições governamentais; (iii) tentativas de desregulamentação dos anos setenta; e (iv) implementação de políticas neoliberais de mero disciplinamento dos processos econômicos. Todavia, esse processo de relação entre o Estado, o mercado e a sociedade, acontece em meio a profundas transformações que alternadamente denunciam a força (ou fraqueza) de algumas das partes dessa interação, sem possível ser atribuir exposições estanques sobre ela.

Assim, só especialmente a partir de meados do ano de 2008 é que percebeu-se que os ciclos econômicos não estavam totalmente domesticados ou amansados; que o Consenso de Washington e a autorregulação dos mercados não era a única vertente a considerar nas relações do sistema capitalista de produção. A título de exemplo, o estouro da bolha financeira do Japão e suas consequências à economia asiática, a chamada “crise tequila” do México ante o escoamento de reservas internacionais, e o efeito de contágio sobre a credibilidade da moeda argentina, demonstraram que a opção pelo relativo retorno do *laissez-faire* expunha graves riscos (inclusive morais) ao comportamento dos sujeitos econômico e político.

Como sintetizou Paul Krugman (2009, p. 172):

Porém, a advertência foi ignorada e não se tomou a iniciativa de ampliar a regulação. Ao contrário, o espírito da época – e a ideologia da administração George W. Bush – se revelaram profundamente refratários à regulação. [...] De maneira mais concreta, o governo Bush usou o poder federal, inclusive atribuições obscuras do Office of the Comptroller of the Currency, para bloquear iniciativas estaduais que buscavam submeter a alguma supervisão os empréstimos subprime. Enquanto isso, pessoas que deveriam preocupar-se com a fragilidade do sistema estavam loas à “inovação financeira”.

O último modelo reinante era o da concepção de que o mercado antecipava-se, pois, ao Estado, o qual limitava-se a “meter-se” apenas onde a complexidade do jogo de valores o permitisse; regulava-se somente o mínimo necessário ao bom andamento da partida.

Contudo, a ignorância ou descarte dos riscos crescentes de crise no sistema econômico-financeiro fizeram com que a crise eclodisse. Concordando com o posicionamento

de George Soros de que a crise atual seria um estágio de clímax de uma super expansão do mercado de crédito que ocorreu nos últimos sessenta anos, a globalização econômica e a onda de inovação dos produtos financeiros evidenciaram uma complexidade tal ao ponto de denunciar a relativa incapacidade das autoridades governamentais em avaliar e “domesticar” os riscos inerentes a essas operações.

Historicamente, frente à bolha da internet de 2001, que despencou os preços das ações de empresas de informática e de telecomunicações, o então presidente do *Federal Reserve System* (FED), Alan Greenspan decidiu orientar e estimular o setor de investimentos imobiliários, adotando uma política de taxas juros muito baixas e de redução das despesas financeiras. Surgiram, assim, as chamadas “hipotecas subprimes”, empréstimos hipotecários de altíssimo risco fornecidos a famílias em sua grande maioria sem nenhum tipo de garantia, e que, mais tarde, passaram a ser negociadas no mercado financeiro sob a forma de derivativos, inclusive sob a chancela das agências mundiais de avaliação de crédito.

Todavia, quando o FED começou novamente a aumentar a taxa de juros em 2005, o preço dos imóveis relacionados aos empréstimos subprimes denotaram sinais de queda, fazendo com que a conseqüente desvalorização dos respectivos derivativos impossibilitasse sua negociação a qualquer preço. Em pouco tempo, o inadimplimento atingiu a base da pirâmide, os mutuários, chacoalhando todo o sistema financeiro internacional a partir de fins do ano de 2007. A quebra do milenário Banco estadunidense Lehman Brothers foi seguida de perto por outras instituições do mercado financeiro - especialmente outros bancos, seguradoras e fundos de investimento -, provocando a proliferação de um efeito sistêmico em escala dominó.

Explicando a magnitude dessa crise de 2008 em relação, inclusive, a outras situações de grande depressão econômica, Paul Krugman (2009, p. 173-174) assim adverte o que considera a primeira grande crise financeira do século XXI:

Sinto-me tentado a afirmar que essa crise não se assemelha a nada que tenhamos visto. Porém, eu seria mais exato se afirmasse que ela se parece com qualquer outra que já presenciemos em diferentes épocas, só que, agora, é como se todas estivessem acontecendo de uma vez, ao mesmo tempo: estouro da bolha de imóveis, comparável ao que aconteceu no Japão e fins da década de 1980; onda de corridas bancárias, remanescente daquelas do começo da década de 1930 (embora envolvendo principalmente o sistema bancário paralelo, em vez de instituições financeiras convencionais); armadilha de liquidez nos Estados Unidos, outra vez evocativa do Japão; e, mais recentemente, ruptura dos fluxos de capital internacionais e sucessão de crises cambiais, análogas às que varreram a Ásia, em fins da década de 1990.

Quando a atuação do governo norte-americano pretendeu ser mais eficaz, já não havia

mais tempo, e a política monetária adotada havia perdido todas as rédeas sobre a economia real. Em linhas gerais, a crise atingiu todo o sistema socioeconômico mundial - visto a grande parcela de riqueza americana investida no exterior -, repercutindo também nos níveis de produção, emprego, consumo e renda.

Foi mais que uma reprise surpreendente da grande depressão de 1929, de modo que a economia mundial se revelou em espaço muito mais perigoso do que se apostava no passado.

Nesse sentido, contrariando a posição extremada de Kenichi Ohmae (1996, p. 31) de redução do Estado nacional a uma “fantasia de sabor nostálgico”, ante a voracidade dos mercados transfronteiriços, o poder governamental voltou à tona, como que reintervindo os percalços econômicos. A estatização de algumas instituições financeiras, a injeção de grande soma de dinheiro na economia e a reavaliação de práticas (neo)liberais passaram a ser utilizadas como alternativas aos problemas devastadores da crise.

Isso evidenciou mais uma vez a fragilidade do pensamento do livre mercado, capaz de sozinho se autorregular e, em determinadas situações, corrigir eventuais falhas. Em consequência, a intervenção do Estado na economia passou a ser o discurso da vez, como que à defesa de uma “re-regulação” do mercado. Volta-se à tona, então, o contexto amparado pela embrionária teoria normativa da regulação, especialmente considerada à intervenção estatal no processo de decisão dos agentes econômicos, inibindo o poder abusivo do mercado e falhas como externalidades, monopólios e assimetrias de informações.

Sinopticamente, após a crise de 2008, os americanos passaram a defender mais autoridade aos reguladores estatais para vistoriar a situação das entidades financeiras e os seus ativos, a partir da criação de um conselho de reguladores federais e uma agência de proteção do consumidor de serviços financeiros e bancários; da decisão de que as instituições financeiras teriam de manter mais capital como reserva e reduzir o seu endividamento; da efetivação de uma política de monitoramento e centralização da comercialização de derivativos; e do estabelecimento, notadamente intervencionista, de que o Estado poderia abarcar a o domínio de empresas financeiras que entrassem em colapso.

A importância do tratamento sistêmico de regulação das instituições começou, portanto, a ganhar força, inclusive por meio de uma cooperação internacional mais efetiva para evitar a simples adoção de mecanismos de supervisão do mercado. Ou, diante desse quadro de urgente reforma do sistema financeiro especialmente protagonizado pelo mercado americano, nas palavras de Joseph Stiglitz (2015):

Nós não queremos apenas ver que as coisas estão se deteriorando com os bancos,

precisamos interromper o processo antes que seja tarde demais. E isso significa mais regulação. E é claro que os bancos não têm a capacidade ou vontade de julgar o tipo de risco que pode vir a prejudicar outros investidores. E eles têm assumido riscos inadmissíveis de forma repetida. Essa não é a primeira crise: precisamos nos lembrar de que os bancos americanos já foram resgatados na Coreia do Sul, Argentina, Tailândia, Indonésia e Rússia. E o fato é que nós continuamos a resgatá-los. Se essa fosse a primeira vez, você poderia dizer: bem, isso foi um acidente. Mas acontece que esse é um padrão, repetitivo, de mau comportamento. O sistema financeiro continua exercendo uma enorme capacidade de influência política para retornar o mundo ao estado ex-ante da crise, como era em 2007, com alguma mudança cosmética. Eles dizem que teremos uma supervisão geral, mas eles não querem uma regulação geral. E se temos bancos que são grandes demais para quebrar, temos que nos certificar de que eles não vão cometer os mesmos erros do passado, que hoje colocam em risco o futuro de toda a economia americana.

No mesmo sentido, a linha de raciocínio adotada pela União Europeia apareceu na direção de fortalecer e sustentar a estabilidade do mercado (notadamente do sistema financeiro) além da própria União, na esteira de prevenção e identificação de riscos preferencialmente em estágios ainda nascentes, bem como de harmonização de regras e recomendações relativas ao mercado econômico-financeiro.

A própria União Europeia destacou suas políticas como de naturezas macro e micro prudencial, respectivamente interligadas às propostas de criação do *European Systemic Risk Board* (ESRB) e do *European System of Financial Supervisors* (ESFS), para monitorar e evitar potenciais riscos, além de assegurar uma melhor comunicação e coordenação entre os supervisores nacionais.<sup>1</sup> Em consequência, de modo integrativo, a proposta de regulação dos serviços financeiros incluiu desde medidas de maior transparência das operações, fomento a políticas de gestão e prevenção de crises institucionais financeiras, ao estabelecimento e convergência de sanções aos eventuais responsáveis pela ocorrência de situações econômicas adversas ao mercado.

Em sede específica, embora o Brasil não tenha sentido com o mesmo vigor americano e europeu os sintomas da crise, algumas medidas também foram tomadas, igualmente à interpretação de salvaguardar o mercado por meio de uma política de maior intervenção do Estado na economia. Os argumentos de existência de um nível elevado de reservas, com uma dívida externa baixa e uma dívida pública cadente em relação ao PIB, não foram o bastante para o contágio sistêmico da crise financeira, que impactou mais diretamente o preço das commodities e os fluxos de capitais necessários para manter elevada a taxa de investimento (PASTORE, 2015).

---

<sup>1</sup> Cf. *Commission adopts legislative proposals to strengthen financial supervision in Europe*. Disponível em: <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1347&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>>. Acesso em: 14 de julho de 2015.



Portanto, o arquétipo prático ilustrado pelas recentes crises da relação Estado e mercado aponta novamente para a ideia de “domesticação” deste último, em vistas a evitar novas crises tão caras ao processo de acumulação e transferência de riqueza do sistema capitalista. Uma espécie de contradição intrínseca ao próprio modo de produção, que, também “pede” certo grau de ação do Estado para equilibrar as leis de concorrência.

### **3 REGULAÇÃO FINANCEIRA, FALHAS DE MERCADO E ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÕES**

Diante dos fenômenos da globalização e da financeirização da economia, a diversidade de relações entre os agentes econômicos passou a apresentar novos temperamentos, especialmente relacionados com a modernização da práxis mercadológica e da criação de novos instrumentos de pactuação do risco financeiro. Em consequência, as estruturas de regulação igualmente se apressaram em readequar sua organização em conformação com a complexidade das práticas de mercado, denunciadoras, por sua vez, da crescente velocidade de informações, inovação tecnológica e transnacionalização do produto financeiro.

Como ressalta Ulrich Beck (2000), a sociedade atual passa então a enfrentar problemas advindos da primeira modernidade, chamada iluminista, e que repercutem com especial força nos processos de globalização, de institucionalização do individualismo e dos riscos globais da crise ecológica e da turbulência dos mercados financeiros.

O desenvolvimento dos mercados e a expansão do padrão industrial provocaram uma remodelação das estruturas sociais, que passaram a serem consideradas numa modernidade autoconflitante e reflexiva, produtora e consumidora dos próprios riscos, inclusive do subsistema financeiro. Evidencia-se, portanto, uma dimensão sistêmica dos fenômenos que cada vez mais denuncia a intrincada relação agente financeiro-cliente, a constante complexidade das negociações em âmbito privado e transfronteiriço, e a ameaça à própria organização das relações sociais.

Em outras palavras, a relação de dependência da economia real em relação à economia financeira e o advento da integração global dos mercados readaptaram as estruturas institucionais, recomendando novas formas de administração e tratamento da confiança do investidor no sistema financeiro.

Nesse contexto, no campo mais atual do mercado financeiro, algumas forças apareceram incontroláveis pelo próprio lócus econômico; a mão invisível por vezes pareceu

não funcionar, não se adequando à consecução de objetivos com foco no interesse público maior. De modo geral, como nas demais formas de regulação, a regulação financeira também se justificara então pela existência de falhas de mercado, embora à consideração das particularidades intrínsecas a este ambiente específico.

Especificamente, o reconhecimento particular de falhas de mercado relacionadas à produção de informação e divulgação do processo de conhecimento na seara econômico-financeira evidenciam obstáculos à fundamentalista consideração de plena eficiência do mercado. Há uma relação inversamente proporcional entre a observação e distribuição das informações de conhecimento das firmas e o nível de confiança depositado nas estruturas de mercado, considerando o grau de discrepância em sua disponibilidade.

Além disso, como ressalta Iain Ramsey (1989, p. 44):

O consumidor pode ter dificuldade para julgar a qualidade do diagnóstico, a qualidade do tratamento e se os serviços são necessários. Os consumidores podem ficar inseguros quanto ao valor de uma “segunda opinião” e os riscos potenciais de não obtê-la. O vendedor, infelizmente, pode não ter interesse em revelar a informação.

Há, portanto, diferentes feixes contratuais que, inevitavelmente, esbarram na confiança do público poupador e investidor. E podem também revelar-se custos ocultos ao processo, de modo que a par das eventuais dificuldades que os consumidores têm em avaliar tais custos, os vendedores (ou prestadores de serviços) podem não ter estímulos o suficiente para fornecer a informação adequada.

Em contrapartida, a regulação financeira tende então a (re)organizar esse ambiente, fornecendo-o estruturas seguras e adequadas para a promoção de uma eficiência que também se revele preocupada com o correto funcionamento das relações negociais.

Seja por meio da regulação de condutas (ou transacional), ou mesmo por uma regulação antes prudencial, nas palavras de Mishkin (2001, p. 14) o norte transita entre o “*regulatory approach*” e o “*supervisory approach*”, decantando uma série de iniciativas ora mais interventivas ora mais fiscalizatórias e de monitoramento. O foco é a administração do risco em razão dos níveis de incerteza e confiança depositados nas instituições e transações financeiras.

### 3.1 A CONFIANÇA ENTRE O RISCO E A INCERTEZA

A globalização financeira dos mercados e a conseqüente aproximação dos centros de

interesse provocaram contínuas readequações na relação entre instituição e investidor, ao menos na pactuação das inovações instrumentais. Em consequência, algumas dimensões contidas nesse ambiente em permanente mutabilidade denunciaram sua alta complexidade, sua índole mesmo fictícia e outros panoramas suscetíveis de carregar consigo a desconfiança e riscos potenciais.

A partir de uma nova compreensão dos comportamentos interpessoais, devido ao caráter reflexivo dos meios de informação, os mercados financeiros tendem, inclusive, a momentos de instabilidade. Interessante notar que há um verdadeiro sistema de paradoxos, que, entre contextos de contradições e rupturas, pontualmente ratifica a compreensão da modernidade como um quadro de incertezas e descontinuidades.

É a afirmação de uma nova sociedade, especialmente marcada por uma redefinição dos próprios riscos envolvidos – que, não mais apenas centrados no individualismo, extrapolam as fronteiras e o tempo -, por uma considerada modernidade reflexiva de crises de confiança e insegurança, de confronto de convicções herdadas do passado e novas realidades.

Em outras palavras, de acordo com o entendimento de Ulrich Beck (2000):

A novidade da sociedade de risco repousa no fato de que nossas decisões civilizacionais envolvem conseqüências e perigos globais, e isso contradiz radicalmente a linguagem institucionalizada do controle – e mesmo a promessa de controle – que é irradiada ao público global na eventualidade de catástrofe.

Em sede específica, a modernidade dessa nova sociedade de riscos reclama, portanto, contínuas ponderações acerca das reformulações da práxis econômica, permanentemente analisadas de acordo com novas informações e sistemas de comunicação centrados sob essa própria prática, alterando de forma constitutiva e ininterrupta seu caráter. (GIDDENS, 1991).

Num cenário incerto, onde as instituições não mais oferecem um aparato capaz de promover um bom nível de segurança à sociedade investidora, cada indivíduo se vê diante de um quadro de ampla socialização dos riscos, independentemente de sua própria atuação isolada.

Ou, em sede mais específica, conforme sustenta Giddens (1991, p. 30) em sua formulação das chamadas “fichas simbólicas”, o dinheiro passa a representar um exemplo de que existem “meios de intercâmbios que podem ser ‘circulados’ sem ter em vista as características específicas dos indivíduos ou grupos que lidam com eles”. O vocábulo “fictício” passou a assumir uma conotação não mais apenas apegada ao ideológico ou utópico, mas verdadeiramente encarado à realidade.

Aliás, segundo Frank Knight (2002, p. 11), mesmo nascida entre as ciências humanas,

a economia teria adotado arquétipos abstratos semelhantes às ciências exatas, os quais, ao passar do tempo, começaram a se impor como se reais fossem. Em consequência, deveria se considerar também o papel da incerteza na conformação dos agentes econômicos, bem como as variáveis aleatórias decorrentes do risco.

Como defende a teoria microeconômica, o pressuposto é a existência de uma aversão dos agentes econômicos ao risco e à incerteza, de modo que cada indivíduo ou instituição tende a considerar o valor de um bem a partir de seu maior grau de certeza, de menos chances de perdas, ou, de diminuta possibilidade de riscos envolvidos ao seu processo.

O risco passou a ser administrado, mensurado e quantificado no mercado financeiro, bem como avaliado a partir da criação de soluções para a sua consequente transferência ou repartição entre os sujeitos. Acompanhada de uma alta dose de complexidade e evolução técnica, a contínua inovação das atividades financeiras trouxeram novos riscos financeiros ao processo produtivo cada vez mais interdependente e desmaterializado.

De qualquer forma, enquanto para as instituições financeiras em geral esses riscos são uma constante, interessa notar que, conforme, Boyle (2001, p. 95), “os agentes financeiros não são especializados em lidar com tais modalidades de risco, distintas de suas atividades profissionais, dispondo de escassa *expertise* para administrá-las”.

Nesse sentido, em sede de proteção regulatória, o bem a ser protegido deve ser em última instância a confiança do público poupador nas próprias instituições. Ainda que exista um mercado de relativa confiança e certeza jurídica, é evidente que são bens difusos ou coletivos que devem ser protegidos. (SADDI, 2001, . 48).

Aliás, a racionalidade do público investidor não se mostra plenamente eficiente, absolutamente exata no mercado, de modo que as preferências individuais nele não tendem a prevalecer. O poder do que produz, destacadamente majoritário, pode muitas vezes abalar a confiança depositada no lócus mercadológico, provocando desequilíbrios na relação de confiança entre os participantes.

A informação pode criar vínculos de solidariedade e cooperação; todavia, quando abalada ou restrita ao que seria adequado, pode também desvirtuar o processo de conhecimento e produtividade. A confiança parte da “expectativa mútua de que, numa troca, nenhuma parte irá extrapolar a vulnerabilidade da outra” (MACEDO JÚNIOR, 2007, p. 146), onde se requer que os centros de interesse saibam acordar seus anseios sem violar a autonomia do outro, que deve também ser reconhecida; quando transgredida, no entanto, esta confiança - intrinsecamente relacionada ao processo de troca informacional - pode denotar sérios problemas nas relações interpessoais que rodeiam o poder, o contrato e a justiça

transacional.

### 3.2 *IN CASU*, O PROBLEMA DAS ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS

A justificativa ordinária para a existência da regulação é a necessidade de corrigir falhas, de mercado ou mesmo de governo, seja para eliminá-las ou, numa visão mais ampla, para defender o interesse público em face de eventuais déficits de bem-estar social. Preservação de direitos de propriedade, de minimização de custos de transação, de livre e justa concorrência, são alguns dos exemplos a serem seguidos, de modo que a intervenção do Estado na órbita econômica revela-se como argumento à satisfação do correto andamento do mercado e da garantia dos direitos da sociedade com ele correlacionada.

Em sede específica, com o desenvolvimento tecnológico e a globalização financeira, além das tradicionais falhas de mercado, como monopólios e externalidades negativas, outras justificativas para a atuação do Estado na economia foram acrescentadas, a citar especialmente o problema da assimetria de informações. Isso porque há atualmente um crescente nível de incerteza em relação ao futuro e uma maior e mais rápida redefinição dos processos de produção e divulgação do conhecimento. A sociedade atual deixou de ser baseada no modelo de desenvolvimento estritamente industrial, aportando a sua fonte de produtividade na tecnologia de processamento de dados, geração de informação e de comunicação.

Trata-se da também chamada sociedade do conhecimento, onde a informação, como meio de criação do saber, desempenha um papel decisivo na fabricação de riqueza e no reforço à boa convivência entre os agentes envolvidos no processo comunicativo.

No entanto, em vários setores da economia, hodiernamente os agentes que se relacionam no processo de negociação possuem diferentes níveis de informação. A presunção de que existe informação ótima e distribuída de forma igualitária para todas as partes revela-se mais uma utopia, em especial por meio da desconexão de disponibilidade.

Como ilustra Nelson (1970), a capacidade dos consumidores obterem as informações relevantes ao processo de troca caracteriza, inclusive, os três tipos de produtos a ele disponíveis de negociação. Num primeiro grupo, caracterizado pelos bens de procura como *commodities*, toda a informação primordial pode ser obtida antes mesmo do estabelecimento do contrato por simples inspeção, não apresentando custos relativos à negociação. Noutra parte, como algumas cargas de informação só podem ser obtidas após a contratação ou mesmo após o consumo dos produtos, os bens de experiência tornam a tomada de decisão não

totalmente fundamentada em todas as informações que se desejaria saber. Por último, num terceiro grupo, dos bens de crença, algumas informações importantes não podem ser obtidas nem após o consumo dos produtos, o que elimina qualquer tipo de inspeção por desconhecimento do seu processo de produção.

Sob essa ótica, a atividade de intermediação de bens e serviços financeiros pode evidenciar um determinado arranjo institucional denunciante de uma fração relevante do nível de informação que não está corretamente observada. Embora o contrato possa ele mesmo possuir elementos que orientam o comportamento desejado e idealmente mais justo<sup>2</sup>, algumas informações ainda podem estar clandestinas ao processo, caracterizando, por exemplo, problemas de informação assimétrica.

Ou, como sintetiza Armando Pinheiro e Jairo Saddi (2005, p. 259), “quando os agentes econômicos realizam trocas com base em informações incompletas sobre os custos e benefícios que cada um terá como resultado de uma transação, o mercado falha e, por conta própria, não maximiza o bem-estar social.”

Parodiando a visão de Smith sobre o auto-interesse do açougueiro-ervejeiro-padeiro, a inserção da assimetria de informações num ambiente em que os agentes se comportam de forma estratégica faz com que variáveis diversas entrem em jogo. A assimetria de informações não significa o conhecimento que um investidor possa vir a ter do mercado em decorrência de informações obtidas e disponíveis a todos os interessados; ela nasce na forma não universal como se obtém tal informação, privilegiando-se uma pessoa ou grupo de pessoas em detrimento dos demais investidores do mercado financeiro.

Diante desse quadro, a informação sobre as condições em que se atua, de cunho prático ou funcional, nem sempre está corretamente evidenciada. Não se refere simplesmente ao nível de qualidade do produto ou do serviço, mas ao conhecimento econômico disponível no processo de negociação sobre as próprias características essenciais à atuação no mercado.

### **3.2.1 O conflito de interesses na relação *principal-agent***

No contexto negocial, os agentes econômicos podem usar a ciência privilegiada que dispõem em benefício próprio, dificultando um arranjo equilibrado do processo de distribuição e compartilhamento de informações. Em consequência, problemas relacionados a conflitos de interesse entre as partes envolvidas tornam-se mais relevantes, denotando um

---

<sup>2</sup> Sob esse contexto, o *self-enforcement* caracteriza a técnica de completude contratual na definição dos elementos que possam conduzir as partes a determinado comportamento desejado.

espaço de interação marcadamente mais conflitante em relação ao nível de conhecimento distribuído e acordado.

A relação entre *principal* e *agent* pressupõe a existência de poderes delegados a um determinado centro de interesse (agente) para que este atue em nome e em benefício do outro (principal), acordando seu comportamento e consequentes decisões de acordo com o que racional e desejosamente deveria ser empreendido em prol do interesse daqueles que, a rigor, detêm um conhecimento mais limitado.

Como ocorre na relação entre investidor e fundos de investimento, por exemplo, trata-se de um acordo relação tipicamente hierárquico entre sujeitos econômicos, onde, embora ambos ajam racionalmente em relação aos incentivos um do outro, o principal pode acumular situações desvantajosas em razão de eventuais incapacidades de prever ou limitar atuações oportunistas do agente. Na realidade, o agente sabe o esforço depreendido em sua tarefa; o principal apenas o resultado deste.

Em outras palavras, como adverte Otávio Yazbek (2009, p. 40):

Pela natureza das atividades, porém, o contratado tem acesso privilegiado a informações que seriam de interesse do principal, podendo utilizá-las em benefício próprio, ainda que em prejuízo daquele ou do adequado desenvolvimento dos trabalhos. Diante da ignorância do principal, o agente tem um estímulo para beneficiar-se de tais informações.

O principal depende da atuação do agente ou da qualidade da informação disponibilizada por este, à semelhança de uma relação de bem-estar interdependente. Todavia, como os resultados não dependem apenas dele, tem o mesmo uma capacidade apenas parcial de observar e monitorar o comportamento e produtividade de seu subordinado.

Nessa relação espera-se que o agente tome decisões condizentes com os interesses do principal; no entanto, segundo Eisenhardt (1989, p. 59), principal e agente estão engajados em um comportamento cooperativo, mas possuem diferentes metas e diferentes atitudes com relação ao risco. Aliás, uma vez que ambos os sujeitos estão propensos a maximizar as utilidades, boas razões existem para que o agente não aja na defesa do melhor interesse do principal (JENSEN, 1976).

Dessa forma, conflitos podem existir na interação supracitada, evidenciando problemas sobre o nível de informação disponibilizada ou mesmo ocultada.

### **3.2.2 A seleção adversa**

Um dos problemas decorrentes da assimetria de informação identificada na relação *principal-agent* refere-se à chamada seleção adversa (*adverse selection*), intrinsecamente relacionado com o custo do acesso à informação e à incompletude contratual, à ocorrência de eventual seleção de determinado produto de forma ineficiente, adversa à informação pactuada entre ofertantes e demandantes.

Do ponto de vista contratual, ela deve ser encarada como oriunda de comportamentos oportunistas a nível pré-contratual, quando uma das partes detém informações privilegiadas e privadas. Neste caso, como algumas informações são omitidas *ex ante*, o prejuízo é evidenciado antes mesmo do momento da definição do contrato, evitando a realização de transações desejadas em um ambiente de informação perfeita.

Como ilustra Rachel Sztajn, Decio Zylbersztajn e Paulo de Azevedo (2005, p. 122):

Um mercado que possua diferentes qualidades de bens – e essa seja uma informação privada de uma das partes – tende a ser ineficiente na medida em que transações, que seriam desejadas em um mundo de informação imperfeita, não se realizam. Em resumo, o mecanismo de seleção adversa elimina do mercado os produtos de boa qualidade porque o vendedor não consegue convencer o comprador sobre a qualidade do produto. Da parte do vendedor, a transação só é interessante de o valor a ser recebido for maior ou igual ao valor do bem; valor esse dado em função da qualidade do bem, informação privada do vendedor. O comprador, por sua vez, não podendo avaliar a qualidade do bem, não pode simplesmente comparar valor e qualidade.

No processo de negociação, é interessante notar que alguns comportamentos oportunistas são, então, alçados a um patamar superior aos limites que devem ser respeitados. Isso significa que; embora o Direito até tutele algum nível de imperfeição informacional para a venda de determinado produto, ou um mínimo de fraude, de inocente mentira; aquele que detém informações privilegiadas tem incentivos para não deixar que a transação flua livremente entre os centros de interesse.

Segundo Eisenhardt (1989), trata-se de um problema decorrente da não verificação de todas as habilidades do agente. Justifica-se que os agentes podem enaltecer ter certas habilidades quando são contratados as quais não são passíveis de exata verificação no momento da contratação ou no decorrer da execução das suas funções acordadas.

### **3.2.3 O risco moral**

É necessário que haja um grau de confiança entre as partes da contratação, que os deveres acordados resultem do nível de aceitabilidade dos seus comportamentos, de modo que



eventual mudança de ação desejável ou não possa ser perfeitamente discriminada. No entanto, se a conduta não pode (ou não é) observada, as ações não podem ser evidenciadas, fazendo com que a convenção estabelecida fragilize-se no que se refere à direção de um modelo de comportamento desejado.

Nesse contexto, frente à emergência de comportamentos oportunistas ou imprevistos ao longo da execução contratual, a informação assimétrica derivada do risco moral (*moral hazard*) apresenta-se como aquela clandestinamente escondida à outra parte do contrato após o momento de sua elaboração. Em outras palavras, aplicada ao comportamento pós-contratual da parte que possui informação privilegiada e pode dela tirar proveito em prejuízo à sua contraparte, ocorre quando uma das partes da transação não consegue analisar o esforço empreendido pela outra no cumprimento do que entre elas ficara pactuado (SZTAJN, p. 123).

Trata-se, na realidade, de um problema de “ação oculta”, originariamente discutida na relação entre seguradoras e segurados, quando, por exemplo, por estarem resguardados, os últimos tendem a reduzir seu grau de zelo e cuidado em relação ao interesse protegido. Ou, em relação a franqueadores e franqueados, quando os primeiros não têm condições de averiguar com perfeição se os padrões de qualidade do produto ou serviço oferecido estão de acordo com os desejados à associação da marca eventualmente em apreço.

Como sintetiza Otávio Yazbek (2009, p. 41), “os casos de risco moral, assim, não envolvem propriamente a insuficiência de informações quando da contratação, mas muito mais dificuldades de acompanhamento das ações do *agent* pelo *principal*.” Ou, nas palavras de Mankiw (1998), o que se destaca é a possibilidade de comportamento desonesto em situações em que o agente é monitorado de forma imperfeita pelo principal.

Nesse caso, associado eventos de *hidden action*, como o agente mais informado pode beneficiar-se da hipossuficiência dos demais, em consequência, o principal precisa empreender maiores esforços no monitoramento das atividades do agente. Até porque, em outras palavras, a informação assimétrica é marcadamente mais relacionada a um comportamento oportunista de uma das partes da contratação.

#### **4 OS ARRANJOS INSTITUCIONAIS DAS MODALIDADES DE REGULAÇÃO SISTÊMICA, DE CONDUTAS E PRUDENCIAL COMO ESTRATÉGIAS À MITIGAÇÃO DA VULNERABILIDADE INFORMACIONAL NO MERCADO FINANCEIRO**

Diante do reconhecimento da vulnerabilidade do investidor face relações hierárquicas

com o agente, enaltecem-se alguns arranjos institucionais com vistas a restabelecer e preservar a confiança nas estruturas do mercado financeiro.

Como sustenta Ulrich Beck (2000):

Não sabemos se vivemos em um mundo algo mais arriscado que aquele das gerações passadas. Não é a quantidade de risco, mas a qualidade do controle ou – para ser mais preciso – a sabida impossibilidade de controle das conseqüências das decisões civilizacionais que faz a diferença histórica. Por isso, eu uso o termo “incertezas fabricadas”. A expectativa institucionalizada de controle, mesmo as idéias-chave de “certeza” e “racionalidade” estão em colapso. Não são as mudanças climáticas, os desastres ecológicos, ameaças de terrorismo internacional, o mal da vaca louca etc. que criam a originalidade da sociedade de risco, mas a crescente percepção de que vivemos em um mundo interconectado que está se descontrolando.

Os desafios a serem enfrentados em aldeias globais e altamente interconectadas como a do mercado financeiro não mais podem ser delimitados em meros espaços físicos ou temporais. Surgem novos tipos de riscos marcados por uma certa mistura de conhecimento e desconhecimento, incerteza e reflexividade, próprios da modernização e do progresso, os quais tendem a gerar uma sensação de insegurança estrutural.

Em sede específica, não se concebe aceitar argumentos individuais de que a responsabilidade pelos riscos produzidos não é do governo, dos empresários ou mesmo de especialistas técnicos. Embora todos tenham seus argumentos de modo irresponsavelmente organizado, as crises de confiança - que muitas vezes não podem ser enjauladas nos muros das fábricas e das empresas, ou nos gabinetes do governo - demandam uma noção de responsabilidade mais condizente com a percepção dos riscos que são cotidianamente produzidos na sociedade.

Dessa forma, tem a regulação um papel decisivo na readequação do equilíbrio das relações hierárquicas entre investidor e instituição financeira. A necessidade de segurança nas estruturas e acordos do mercado demanda uma atividade regulatória que, entre regras de limitação e incentivo a condutas ou determinações prudenciais às ações dos agentes econômicos, deve amoldar os anseios dos participantes do mercado financeiro.

Em termos práticos, temos, pois, que (i) a regulação sistêmica, (ii) de condutas e (iii) prudencial são campos gerais da regulação financeira que cumprem importantes considerações nos regimes de equilíbrio do mercado.

#### 4.1 A REGULAÇÃO SISTÊMICA E A PREVENÇÃO DOS RISCOS DA ATIVIDADE FINANCEIRA

A regulação sistêmica destina-se a proteger o mercado financeiro de riscos que possam vir a gerar a instalação e sedimentação de crises. Em outros termos, tem o escopo de regular o sistema como um todo, preocupando-se com a sua estabilidade através de uma verdadeira rede de proteção.

Trata-se, pois, de uma rede que visa a “impedir a ocorrência daquelas externalidades relacionadas ao alto grau de integração entre as instituições, sobretudo no caso das instituições bancárias”. (YAZBEK, 2009, p. 231). A intenção é, portanto, se prevenir dos riscos sistêmicos que possam desencadear, em análise macro, problemas ao mercado.

Oportunamente, segundo as lições de Borio (2011), o conceito de risco sistêmico pode ser definido e, conseqüentemente, mensurado, em duas dimensões distintas, a saber: a temporal, que se refere ao risco agregado presente no sistema financeiro ao longo do tempo; e a transversal (*cross-sectional*), que diz respeito à maneira como o risco está distribuído no sistema financeira em determinado momento. Nesse sentido, enquanto o fenômeno temporal aborda os mecanismos estabelecidos no sistema financeiro, ou entre ele e a macroeconomia, o fenômeno transversal desenvolve-se sob as exposições em comum no sistema financeiro, que resultam na possibilidade de alastramento de problemas enfrentados por determinada instituição.

Assim, a ideia de risco sistêmico pode desenvolver crises capazes de atingir todo o sistema financeira, afetando, inclusive, aspectos sociais e econômicos de determinadas sociedades. Em outras palavras, tanto a insolvência singular de uma instituição financeira quanto a mudança nas condições macroeconômicas podem desencadear efeitos negativos sob todo o sistema.

Desta feita, a regulação sistêmica surge, portanto, como estratégia de reequilíbrio da ordem no mercado financeiro, dada a preocupação dos órgãos reguladores ante os efeitos perversos que uma crise sistêmica pode acarretar para a economia e de um país e, especialmente, para a saúde das transações negociadas em seu mercado. É preciso que as informações estejam suficientemente garantidas no sistema de forma condizente como exigido em quantidade e qualidade. Do contrário, pode ocorrer forte afronta ao mercado e, dessa forma, favorecer o fomento de riscos sistêmicos ao processo mercadológico.

Como destaca Yazbek (2009, p. 223), são exemplos de regulação sistêmica os regimes excepcionais aplicáveis às instituições em crise; os fundos garantidores de depósitos; a organização do sistema de pagamentos; e as regras de prestador de última instância.

Em outros termos, como registra Carvalho (2015, p. 17-18), ao comentar sobre a legislação brasileira que instituiu regimes excepcionais aplicáveis às instituições financeiras

em crise, seja de intervenção e liquidação extrajudicial ou de administração especial temporária (intervenção):

Tal arcabouço legislativo permite a maior maleabilidade no enfrentamento de eventuais irregularidades verificadas e possibilita a reestruturação e fortalecimento da instituição financeira em crise, evitando-se, assim, o contágio a outras instituições, gerando um efeito “dominó” ou risco sistêmico.

Nesse caso, através da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Conselho Monetário Nacional (CMN) ou mesmo do Banco Central (BC ou Bacen) e das Bolsas de Valores, desenvolvem-se normas de proteção sistêmica, no intuito de fortalecer a segurança e a estabilidade do mercado financeiro quanto aos efeitos contagiosos de uma possível crise no sistema econômico.

Em sede específica, portanto, estão compreendidas na regulação sistêmica as estratégias regulatórias tendentes a prevenir eventos capazes de alastrar-se pelo sistema financeiro, e, em “efeito dominó”, favorecer grande impacto negativo a outras instituições originalmente não atreladas ao problema, comprometendo, inclusive, a sanidade de todo o mercado.

Por consequência, as relações empreendidas pelo investidor no seio do mercado financeiro merecem o respaldo mais abrangente possível em relação às informações disponibilizadas. É necessário que os órgãos responsáveis pela regulação do sistema desenvolvam regras que possibilitem a prevenção de riscos sob essa perspectiva, monitorando e fiscalizando a distribuição informacional em perspectiva que garanta a estabilidade do sistema. A implementação de políticas regulatórias nesse sentido é a garantia da solidez do sistema, o que, ato contínuo, evidencia a segurança das negociações desenvolvidas em seu meio.

#### 4.2 A REGULAÇÃO DE CONDUTAS E AS RELAÇÕES ESTABELECIDAS NO MERCADO

Também chamada de transacional, em relação à regulação de condutas, serve ela para caracterizar o tipo de atividade regulatória destinada a normatizar a autorização ou vedação de determinadas práticas, bem como especificar as operações e estruturas do mercado (YAZBEK, 2009, p. 223). Isso ainda em complementação a procedimentos de fiscalização e de punição, que também fazem parte do arquétipo de proteção ao próprio mercado e ao

investidor.

Em outras palavras, de acordo com Kondgen, em referida modalidade são adotados, predominantemente, regimes prescritivos, que autorizam ou proíbem determinadas práticas ou procedimentos. São prescrições que vão desde a organização de atos negociais diversos à definição de mecanismos formais de representação e atuação no mercado financeiro, bem como à harmonização de procedimentos e modelos de transação.

Como exemplo dessas regras, Otávio Yazbek (2009, p. 225) assim preleciona:

Assim, são exemplos dessas regras de proteção aos consumidores dos serviços financeiros, incidindo sobre o próprio intermediário ou sua organização interna ou sobre atos negociais diversos (as práticas adotadas na relação com terceiros), mecanismos formais (como regras de qualificação técnica ou mesmo moral, aplicáveis aos intermediários, seus administradores e representantes); a obrigação de uniformizar procedimentos e modelos negociais, a obrigatoriedade de envio de informações para os consumidores e também para os reguladores (o CHamado “*full disclosure*”), pelo intermediário, seus administradores ou controladores, conforme o caso, ou mesmo pelos emissores dos títulos negociados (a vedação ao “*insider trading*”).

Nesse sentido, o foco necessariamente também transita, portanto, pela questão da redução da vulnerabilidade do pequeno investidor. Naturalmente, estruturas protetivas aos consumidores de serviços financeiros passam então a igualmente fazer parte do arcabouço regulatório, tanto para a “moralização” dos arranjos institucionais do mercado, quanto para a garantia de padrões mínimos de equilíbrio na relação hierárquica.

Como sustenta Otávio Yazbek (2009):

Os meios peculiares para a proteção ao consumidor no mercado financeiro e de capitais estão relacionados não apenas à tutela das posições individuais, mas também à necessidade de garantir a confiabilidade dos mercados, sua estabilidade e eficiência (o que lembra que mesmo a regulação de condutas não deixa de ter efeitos sistêmicos). Mais do que a qualidade do produto adquirido, não raro de difícil, senão impossível, reconhecimento a priori, cumpre garantir a legitimidade dos procedimentos adotados.

Os conflitos existentes na relação *principal-agent* devem ser mitigados não apenas considerando o nível ótimo de prestação dos serviços financeiros. A credibilidade no exercício das funções estabelecidas ao agente é que nomeadamente ganha importância na organização das práticas do mercado, de modo a garantir ao investidor final mecanismos protetores contra eventuais desvios de conduta dos intermediários.

Em sede específica, o papel primordial da regulação de condutas passa pela garantia de informações em quantidade e qualidade suficientes para que o investidor possa, com segurança, tomar decisões sobre seus investimentos no mercado financeiro.

Em última instância, no campo brasileiro da regulação de condutas do mercado financeiro, tanto o CMN quanto o Bacen e a CVM exercem a tarefa de organizar esse aparato regulatório, cada uma na sua esfera de competência. O regime de proteção dos agentes econômicos vai desde a correspondente distribuição originária de competências à cada vez mais crescente especialização da CVM e de entidades auto-reguladoras na superação de problemas decorrentes da vulnerabilidade do investidor.

Como destaca Carvalho (2015):

Vê-se, assim, que no Brasil encontra-se organizado o regime de proteção dos agentes pela regulação de condutas, com a correspondente distribuição originária das competências específicas de regulamentação (normativa), fiscalização (e implementação) e punição; sempre visando a simetria informacional e a proteção dos agentes do mercado.

Diante desse contexto, a regulação de condutas ou comportamental envolve um conjunto de medidas direcionadas também a favorecer a mitigação de assimetrias informacionais, coibindo abusos nas instituições e, por conseguinte, norteando o controle de suas atitudes com a imposição de limites e o estabelecimento de obrigações e padrões de informações.

Nesse caso, a perspectiva desenvolve-se sob o enfoque de coibir determinadas condutas, pressupondo também a fiscalização e a sanção das mesmas quando irregulares. Especificamente, é preciso que as falhas informacionais de assimetria sejam evitadas sob o manto da proteção do comportamento dos agentes financeiros, possibilitando a redução da vulnerabilidade do investidor ante o privilégio de informações.

#### 4.3 A REGULAÇÃO PRUDENCIAL E AS ESTRUTURAS DAS INSTITUIÇÕES

Em última instância, também se revela de especial apreço para a readequação das transações de mercado a regulação prudencial. A estabilidade do sistema demanda atividades de autorizações, fiscalizações e controles em geral que tendem a estabelecer limites e requisitos preventivos de administração de riscos e controles internos.

A orientação é no sentido de se criar regras e estruturas institucionais de fiscalização e supervisão, “estabelecendo políticas e procedimentos de gestão nas atividades financeiras e de organização do mercado, evitando-se falhas e visando atender os padrões prudenciais.” (CARVALHO, 2015, p. 19).

Nesse sentido, segundo Freitas, a regulação prudencial (2005, p. 33):

Envolve dois aspectos centrais, um de prevenção e outro de proteção; a prevenção visa impedir a ocorrência de crise de confiança que contamine o sistema produtivo [...] Os instrumentos de proteção devem ressarcir os interesses lesados e fornecer uma salvaguarda ao sistema quando a prevenção falhar ou não for suficiente.

Desde o estabelecimento do Acordo de Basileia de 1988, responsável por um nível mínimo de harmonização das operações de instituições financeiras (especialmente bancárias), a regulação prudencial passou a nortear os principais procedimentos regulatórios internacionais. O seu aperfeiçoamento nos fins do século passado sugeriu linhas de mensuração e avaliação das negociações em relação ao risco, de transparência de informações e de compromisso dos agentes de mercado com a sua credibilidade.

O foco passa a ser a saúde do sistema do ponto de vista de uma gestão sadia das atividades financeiras da empresa com controle de riscos, a partir da adoção de instrumentos típicos de supervisão procedimental. No caso brasileiro, esse tipo de atividade cumpre nomeadamente ao Banco Central, a despeito de também se verificar a atuação do Conselho Monetário Nacional e da Comissão de Valores Mobiliários.

Como assevera Fernando Cardim Carvalho (2002, p. 322):

A ideia é disponibilizar a maior quantidade possível de informações ao mercado sobre a situação patrimonial das instituições bancárias e os riscos a que estão expostas, incluindo quem são os seus principais devedores, não só para que os bancos sejam constrangidos pelo próprio mercado a adotarem políticas de crédito mais consistentes, mas também porque dessa maneira diminuir-se-ia a assimetria de informações existente entre os bancos e seus depositantes.

Em estreita síntese, se na regulação de condutas almeja-se as relações individuais concretas, na regulação prudencial o tratamento especial se dá em respeito às estruturas empresariais em si. A relação hierárquica entre pequeno investidor (principal) e agente tende a transitar, pois, entre o estabelecimento de normas direcionadas aos comportamentos dos sujeitos econômicos e a definição de medidas preventivas e de correção ao sistema.

Desta feita, a regulação prudencial tem natureza essencialmente preventiva no sentido de estabelecer normas de tutela do comportamento dos agentes de mercado e, conseqüentemente, das informações que devem ser o mais amplamente difundidas, monitoradas e fiscalizadas.

Outrossim, essa regulação pela proteção não está estritamente baseada no mero funcionamento paretiano do mercado, mas numa visão de liberdade positiva, enquanto autonomia, defensora da perspectiva do ser humano não como fim social, o que concebe uma

representatividade do consumidor em relação a outros centros de decisão no que se refere ao grau de informação, conhecimento e risco a ser tolerado.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diante do reconhecimento da vulnerabilidade do investidor face relações hierárquicas com o agente, enaltecem-se alguns arranjos institucionais com vistas a restabelecer e preservar a confiança nas estruturas do mercado financeiro.

Os desafios a serem enfrentados em aldeias globais e altamente interconectadas como a do mercado financeiro não mais podem ser delimitados em meros espaços físicos ou temporais. Surgem novos tipos de riscos marcados por uma certa mistura de conhecimento e desconhecimento, incerteza e reflexividade, próprios da modernização e do progresso, os quais tendem a gerar uma sensação de insegurança estrutural.

Em sede específica, não se concebe aceitar argumentos individuais de que a responsabilidade pelos riscos produzidos não é do governo, dos empresários ou mesmo de especialistas técnicos. Embora todos tenham seus argumentos de modo irresponsavelmente organizado, as crises de confiança - que muitas vezes não podem ser enjauladas nos muros das fábricas e das empresas, ou nos gabinetes do governo - demandam uma noção de responsabilidade mais condizente com a percepção dos riscos que são cotidianamente produzidos na sociedade.

Dessa forma, tem a regulação um papel decisivo na readequação do equilíbrio das relações hierárquicas entre investidor e instituição financeira. A necessidade de segurança nas estruturas e acordos do mercado demanda uma atividade regulatória que, entre regras de limitação e incentivo a condutas ou determinações prudenciais às ações dos agentes econômicos, deve amoldar os anseios dos participantes do mercado financeiro.

Os conflitos existentes na relação *principal-agent* devem ser mitigados não apenas considerando o nível ótimo de prestação dos serviços financeiros. A credibilidade no exercício das funções estabelecidas ao agente é que nomeadamente ganha importância na organização das práticas do mercado, de modo a garantir ao investidor final mecanismos protetores contra eventuais desvios de conduta dos intermediários.

A relação hierárquica entre pequeno investidor (principal) e agente tende a transitar, pois, entre o estabelecimento de normas direcionadas aos comportamentos dos sujeitos econômicos e a definição de medidas preventivas e de correção ao sistema.

Em sede específica, no campo das falhas de mercado, o fenômeno da assimetria de



informações deve, pois, ser mitigado e limitado sob todos os vieses. Problemas de risco moral e de seleção adversa obstaculizam a escoreta representação da vontade do investidor, que passa a ser maculada em sua autonomia por privilégios informacionais oportunizados apenas a quem tem o poder sobre a informação. Nesse caso, resta-se imperioso, então, o desenvolvimento de estratégias regulatórias como as sistêmica, comportamental ou prudencial, haja vista a densa necessidade de correção e prevenção de atitudes que agravem a vulnerabilidade do investidor.

Em suma, o direito à proteção regulatória passa a ser, portanto, importante perspectiva de orientação e (re)organização das relações existentes no mercado, cujo enfoque, no entanto, tenha estreita ligação com direitos à segurança e à confiança nas transações estabelecidas. As bases de construção devem se colocar, antes, perante um arranjo institucional de normas que almejem na fundamentalidade dos direitos de proteção o devido aparato regulatório.

## REFERÊNCIAS

- AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. São Paulo: Atlas, 2006.
- BECK, Ulrich. Risk society revisited: Theory, Politics, and Research Programmes. In: *The Risk Society and Beyond*. London: Sage Publications, 2000.
- BOBBIO, Norberto. *Teoria do ordenamento jurídico*. Brasília: UNB, 1999.
- \_\_\_\_\_; PASQUINO, Gianfranco; MATTEUCCI, Nicola. *Dicionário de Política*. Vol. I. 11. Brasília : UNB. 2001.
- BONAVIDES, Paulo. *Do Estado Liberal ao Estado Social*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.
- BORIO, Claudio. Implementing a macroprudential framework: blending boldness and realism. In: *Capitalism and Society*, vol. 6, nº 1. 2011.
- BOYLE, Phelim; BOYLE, Feidhlim. *Derivatives: the tools that changed finance*. London: Risk Books, 2001. p. 95. *Apud*. YAZBEK, Otávio.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. O Papel do Banco Central no Processo de Regulação Financeira. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga da; MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Concorrência e Regulação no Sistema Financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.
- CARVALHO, Tomás Lima de. *A regulação do mercado financeiro e a necessária intervenção estatal na autonomia privada*. Disponível em <<http://www.mcsadv.com.br/artigos/artigo01.pdf>>. Acesso em: 03 de junho de 2015.

CLARK, Giovani; NASCIMENTO, Samuel Pontes do; CORRÊA, Leonardo Alves. *Estado regulador: uma (re)definição do modelo brasileiro de políticas públicas econômicas*. Disponível em: <[http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/salvador/giovani\\_clark-1.pdf](http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/salvador/giovani_clark-1.pdf)>. Acesso em: 14/04/2015.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado e, Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

EISENHARDT, Kathleen M. *Agency theory: an assessment and review*. *Academy of Management Review*. v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FEITOSA, Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer. *Paradigmas inconclusos: os contratos entre a autonomia privada, a regulação estatal e a globalização dos mercados*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007.

FERRAZ JUNIOR, Tércio Sampaio. *Estudos de filosofia do direito*. São Paulo: Atlas, 2002.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Racionalidade da Regulamentação e Supervisão Bancária: Uma Interpretação Heterodoxa. In: SOBREIRA, R. (org) et al. *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005.

GIDDENS, Anthony. *As conseqüências da modernidade*. São Paulo: Unesp, 1991.

GONÇALVES, Maria Augusta Salin. *Teoria da ação comunicativa de Habermas: possibilidades de uma ação educativa de cunho interdisciplinar na escola*. In: *Educação & Sociedade*, ano XX, nº 66, Abril/99, p. 130. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/es/v20n66/v20n66a6.pdf>>. Acesso em: 07 de agosto de 2015.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005.

HABERMAS, Jürgen. *A crise de legitimação do capitalismo tardio*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1980.

\_\_\_\_\_. *Técnica e ciência como ideologia*. Lisboa: Edições 70, 1987.

JENSEN, Michael. *Self-interest, altruism, incentives and agency theory*. In: *Journal of applied corporate finance*, 7(summer), p. 40-45, 1994.

\_\_\_\_\_; MECKLING, W.H. *Theory of firm: managerial behavior, agency costs and capital structure*. In: *Journal of Financial Economics*, 3, 11-25, 1976.

KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Washington: Beard Group, 2002.

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

KUHN, Thomas. *The structure of scientific revolutions*. Chicago: Chicago University Press,

1970.

LUHMANN, Niklas. *El derecho de la sociedad*. México: Universidad Iberoamericana, 2002.

MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

MANKIWI, N. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro, LTC, 1998.

MISHKIN, Frederic S. Prudential Supervision: why is it important and what are the issues? In: MISHKIN, Frederic S. *Prudential supervision: what works and what doesn't*. Chicago: National Bureau of Economic Research, 2001.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1977.

NELSON, P. Informational and consumer behavior. In: *Jornal of Political Economy*, nº. 78, p. 311-379, 1970.

NUNES, Antônio José Avelãs. *Neoliberalismo e direitos humanos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

OHMAE, Kenichi. *La fine dello stato-nazione: l'emergere delle economie regionali*. Trad. Di Enrica Angelini. Milano: Baldini & Castoldi, 1996.

PASTORE, Afonso Celso; PLINOTTI, Maria Cristina. A crise de 2008 e o Brasil. In: *Fórum Nacional – Edição Extraordinária. Sobre o domínio da insegurança (crise global)*. INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos. 3 e 4 de dezembro de 2008. Disponível em: <[http://www.inae.org.br/trf\\_arq.php?cod=EP02590](http://www.inae.org.br/trf_arq.php?cod=EP02590)>. Acesso em: 14 de julho de 2015.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. 2. reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevir, 2005.

RAMSEY, Iain. *Consumer protection text and materials*. London: Weidenfeld and Nicolson, 1989.

SADDI, Jairo. *Crise e regulação bancária. navegando mares revoltos*. São Paulo: Textonovo, 2001.

SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio; DE AZEVEDO, Paulo Furquim. Economia dos contratos. In: *Direito e economia*. 2. reimpressão. Org. Decio Zylbersztajn e Rachel Sztajn. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TEUBNER, Gunther. *Le droit réflexif*. Paris : LGDJ, 1987.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). São Paulo: PUC, 2005.