

# Doutrina & Atualidades

## EFICIÊNCIA REGULATÓRIA NO ÂMBITO ECONÔMICO-EMPRESARIAL: UM PARALELO ENTRE OS MODELOS NORTE-AMERICANO E BRASILEIRO

LEANDRO KONZEN STEIN

*1. Introdução. 2. Análise Econômica do Direito e regulação estatal: liberalismo econômico (Pareto efficiency), eficiência e falhas de mercado. 3. Políticas públicas para regulação do sistema financeiro numa economia de mercado: surgimento da SEC (EUA) e da CVM (Brasil). 4. Comparativo entre os modelos norte-americano e brasileiro de regulação da economia por meio da punição administrativa (agências) e criminal (corporate prosecutions) das empresas. 5. Considerações finais.*

**Resumo:** O problema da presente pesquisa é perquirir sobre a natureza e a eficácia dos modelos norte-americano e brasileiro de regulação jurídica da economia, com foco no mercado de capitais, resgatando os elementos históricos de formulação desses sistemas à luz da matriz jurídica da *Law and Economics*. Para tanto foram analisados dados estatísticos e produções científicas sobre a *U.S. Securities and Exchange Commission* e da Comissão de Valores Mobiliários, além da atuação dos demais órgãos de Estado desses dois Países (Estados Unidos e Brasil), identificando as formas de atuação na busca da eficácia do mercado de capitais.

**Palavras-chave:** Brasil; Economia; Estados Unidos; Law and Economics; Mercado de capitais; Regulação; Valores mobiliários.

**Abstract:** The problem on this research is to find out about the nature and the efficiency of the American and Brazilian patterns of legal regulation of the economy, focusing of the capital markets, reaching for the his-

torical elements on the formulation of these systems through the Law and Economics doctrine. For that, it were analysed statistics data and scientific researches about the U. S. Securities and Exchange Commission and the Comissão de Valores Mobiliários, besides the acting of the other State entities of these two Countries (USA and Brazil), identifying both ways of acting in the chase of the capital markets efficiency.

**Keywords:** Brazil; Capital markets; Economy; Law and Economics; Regulation; Securities; United States.

### **1. Introdução**

Neste trabalho pretendemos avaliar, de uma perspectiva da Análise Econômica do Direito (*Law and Economics*), os sistemas jurídicos brasileiro e norte-americano de regulação da economia, em especial do mercado de capitais (mais notadamente, de valores mobiliários).

Para tanto, traçamos uma breve exposição teórica sobre o liberalismo e o modo de o Estado, por meio da regulação jurídica, buscar a eficiência do sistema econômico. Num segundo momento são resgatados os elementos históricos de formação do sistema jurídico americano pós- crise de 1929, com a criação das agências de regulação, em especial a *U.S. Securities and Exchange Commission/SEC*, além do surgimento no Brasil, décadas após, da Comissão de Valores Mobiliários/CVM, perquirindo as razões fáticas da regulação jurídica do mercado econômico.

No último capítulo são analisadas as formas que o Estado tem à sua disposição para compor uma regulação adequada do mercado de capitais, em especial por meio das agências (CADE, CVM, CGU, no caso brasileiro, e SEC, DOJ etc. no caso estadunidense), bem como por meio de processos cíveis e criminais, sendo que, nesse último espectro, a atuação do Ministério Público passa a ser destacada, seja por meio de processos penais mas, nomeadamente, pelo estabelecimento de acordos com as empresas, no sentido de criação de uma cultura corporativa de ética e eficiência, com vistas à manutenção das empresas e do próprio mercado.

## **2. Análise Econômica do Direito e regulação estatal: liberalismo econômico (Pareto efficiency), eficiência e falhas de mercado**

Como explica Richard Posner, a relação entre economia e Direito não é nova, remontando a Hobbes (século XVII); todavia, uma análise mais sofisticada iniciou-se na década de 1930:

“That there is a relation between economics and Law has been known for an awfully long time, at least since Hobbes’s discussion of property in the seventeenth century. But until very recently, the relation received focused attention only in relation to a handful of legal fields, mainly antitrust

and public utility regulation, that dealt explicitly with competition and monopoly, which as early as the 1930s were receiving the sustained and sophisticated attention of leading English and American economists (competition and monopoly had received the attention of economists since Adam Smith; hence the qualification ‘sustained and sophisticated’”).<sup>1</sup>

Por certo que a economia, como princípio, procura, por meio do Liberalismo clássico, manter o mercado longe da atuação estatal. Desde Adam Smith a mão invisível do mercado é um teorema a ser protegido em nome da eficiência do sistema econômico.

Todavia (e veremos isso no caso americano mais pontualmente no próximo capítulo), o século XX, em especial após a crise de 1929, não mais permite uma neutralidade absoluta do Direito (se é que em algum momento essa hipótese foi praticada), cabendo mais falar em *formas* de regulação e políticas públicas econômicas do que em *intervenção zero* (que existe mais em teoria do que na prática). Isso não significa dizer que o teorema básico de mercado de produção de eficiência (*Pareto efficiency*)<sup>2</sup> é superado, mas que a lei deve evitar as próprias falhas internas que podem surgir no funcionamento

1. Richard Posner, “Values and consequences: as an introduction to Economic Analysis of Law”, The Law School/The University of Chicago, disponível em [http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values\\_0.pdf](http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values_0.pdf) (acesso em 8.8.2015).

2. No conceito de Posner: “Pareto superiority is the principle that one allocation of resources is superior to another if at least one person is better off under the first allocation than under the second and no one is worse off. Pareto invented the principle as an answer to the traditional problem of practical utilitarianism, that of measuring happiness across persons for purposes of determining the effect of a policy on total utility. The change to a Pareto-superior allocation must yield a net increase in utility, since no one is made worse off and at least one person is made better off by the change, even though the amount by which total utility has been increased may not be measurable” (Richard Posner, “The ethical and political basis of the efficiency norm in Common Law adjudication”, *8 Hofstra Law Review* 487).

do mercado. Isto é: as políticas públicas (por meio de agências ou outros instrumentos) devem servir para auxiliar o mercado a funcionar como deveria (livre iniciativa, evitando monopólios e outras falhas). Muitas vezes essa análise pode concluir que o melhor é não fazer nada (não regulamentação ou desregulamentação).

“A necessidade do governo nesta área está ligada à impossibilidade de liberdade absoluta. Por mais atraente que possa o Anarquismo parecer como filosofia, ele não é praticável num mundo de homens imperfeitos. As liberdades dos homens podem entrar em conflito, e quando isto acontece a liberdade de uns deve ser limitada para preservar a de outros – como está ilustrado por uma frase de um Juiz da Suprema Corte da Justiça: ‘Minha liberdade de mover meu punho deve ser limitada pela proximidade de seu queixo’. (...). *O papel do governo, até então considerado, é o de fazer alguma coisa que o mercado não pode fazer por si só, isto é, determinar, arbitrar e pôr em vigor as regras do jogo.* Podemos também querer fazer por meio do governo algumas coisas que poderiam ser feitas pelo mercado – face a certas condições técnicas ou semelhantes que tornam difícil tal execução. Trata-se de casos em que a troca, estritamente voluntária, é extremamente cara ou praticamente impossível. Há duas classes gerais de casos deste tipo: monopólios e outras imperfeições do mercado e os efeitos laterais”<sup>3</sup> (grifos nossos).

Visto, assim, que um próprio liberal (ou neoliberal) como Milton Friedman afirma que um dos grandes objetivos da defesa da liberdade no capitalismo implica não a negação de um governo, mas a capacidade de se beneficiar desse governo sem abrir mão da liberdade, em especial a livre iniciativa (limitação e distribuição da ação governamental):

3. Milton Friedman, *Capitalismo e Liberdade*, trad. de Luciana Carli, Rio de Janeiro, Artenova, 1977, pp. 32-33.

“Como nos podemos beneficiar das vantagens de ter um governo e, ao mesmo tempo, evitar a ameaça à liberdade? Dois grandes princípios apresentados em nossa Constituição nos dão a resposta que foi capaz de preservar nossa liberdade até agora – embora tenham sido violados, repetidamente, na prática, enquanto proclamados como preceitos. Primeiro, o objetivo do governo deve ser limitado. (...). O segundo grande princípio reza que o poder do governo deve ser distribuído”<sup>4</sup>.

Claro que isso não pode levar a uma conclusão ingênua de que o Direito (institucionalização da política) controla a economia, eis que o mercado tem uma lógica própria:

“Não podemos ter a ingenuidade de achar que o Direito tem inteira disponibilidade sobre o mercado. Malgrado as suas inegáveis possibilidades de ingerência, os aspectos de maior dinamismo do mercado são dificilmente apreensíveis pelo Direito. É neste sentido que Jürgen Habermas afirma que, ‘ainda que os mercados possam ser organizados e controlados politicamente, obedecem a uma lógica própria que se distancia dos controles estatais’”<sup>5</sup>.

Esse fato faz surgir uma imprescindível relação entre Direito e economia, sendo esse um movimento pioneiro nos Países da *Common Law*, tendo iniciado por Aaron Director na Universidade de Chicago na década de 1950, o qual, por sua vez, teve influência direta dos pensadores britânicos da *London School of Economics*, Friedrich Hayek e Ronald Coase. Após Director assumir uma cátedra em Chicago e fundar o *Journal of Law and Economics* (1958), o movimento *Law and Economics*<sup>6</sup> teve início, propriamente.

4. Idem, p. 12.

5. Alexandre Santos de Aragão, *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2006, p. 21.

6. Como explica Paula Forgioni: “As expressões ‘Escola de Chicago’ e ‘Análise Econômica do Direito’ são utilizadas de maneira excessivamente ampla, de forma que sob o mesmo rótulo abrigam-se

Contudo, o grande impulso se dá quando Coase se muda para os EUA e passa a lecionar na Universidade de Chicago, passando a influenciar fortemente pensadores como o Juiz e Professor universitário Ronald Posner.

O texto clássico de Ronald Coase avalia o papel dos custos de transação nos sistemas jurídico e econômico. A grande inovação não é propriamente uma Análise Econômica do Direito, mas o ângulo de análise liberal em que o autor propõe que os juízes tenham consciência sobre os impactos de suas decisões sobre o mercado:

“Seria aparentemente desejável que as Cortes tivessem os deveres de compreender as consequências econômicas de suas decisões, e na medida em que isso fosse possível sem que se criasse muita incerteza acerca do próprio comando da ordem jurídica”.<sup>7</sup>

O juiz deve ponderar sobre custo-benefício<sup>8</sup> na decisão sobre proibir atividades econômicas prejudiciais, na dicção de Coase, posto que decisões dessa natureza, ainda que indiretamente, estão impactando na alocação de recursos; ou seja, o juiz, ainda que não perceba, está realizando atividade econômica com sua decisão:

“O problema que enfrentamos quando lidamos com atividades que causam efeitos prejudiciais não é o de simplesmente coibir os responsáveis por elas. O que tem de ser

visões diversas entre si. Entretanto, opinião bastante difundida identifica a AED com linha de pensamento que pugna por uma *teoria positiva do sistema jurídico desde a perspectiva do paradigma do mercado e da eficiência econômica*” (“Análise Econômica do Direito (AED): paranoia ou mistificação?”, *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro/RDM* 139/242-243, ano XLIV, São Paulo, Malheiros Editores, julho-setembro/2005).

7. Ronald Coase, “O problema do custo social”, trad. de Francisco Kummel e Renato Caovilla, *The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies* 3/16, n. 1, 2008.

8. Sobre o tema do “custo-benefício” na análise judicial, cf. o texto: Richard A. Posner, “Cost-benefit analysis: definition, justification, and comment on conference papers”, *Journal of Legal Studies* 1.153, 2000.

decidido é se o ganho obtido ao se impedir o dano é maior do que a perda que seria sofrida em outros lugares como resultado da proibição da atividade produtora desse mesmo dano. Num mundo em que há custos para se realocar os direitos estabelecidos pelo sistema jurídico, as Cortes estão, de fato, nos casos que envolvem a causação de incômodos, tomando uma decisão acerca do problema econômico e determinando como os recursos devem ser empregados”.<sup>9</sup>

Atualmente, a *Law and Economics* (Análise Econômica do Direito/AED) é a mais influente corrente de pensamento no âmbito da formação de doutrina e jurisprudência nos EUA, sendo que é um fenômeno mundial que não apenas analisa a regulação jurídico-estatal da economia, mas auxilia na criação de novos modelos e correção de práticas:

“The Economic Analysis of Law, as it now exists not only in the United States but also in Europe, which has its own flourishing Law and Economics association, has both positive (that is, descriptive) and normative aspects. It tries to explain and predict the behavior of participants in and persons regulated by the law. It also tries to improve law by pointing out respects in which existing or proposed laws have unintended or undesirable consequences, whether on economic efficiency, or the distribution of income and wealth, or other values. It is not merely an ivory-towered enterprise, at least in the United States, where the law and economics movement is understood to have influenced legal reform in a number of important areas”.<sup>10</sup>

A Análise Econômica do Direito colocou campos distintos do Direito em conjunto. Como afirma Posner, “whole fields of law are interchangeable when viewed through the lens of economics”.<sup>11</sup> Por exemplo, um

9. Idem, p. 16.

10. Richard Posner, “Values and consequences: as an introduction to Economic Analysis of Law”, cit., disponível em [http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values\\_0.pdf](http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values_0.pdf) (acesso em 8.8.2015).

11. Idem, ibidem.

princípio econômico da relação entre preço *versus* outras dimensões da concorrência é aplicável desde um antigo caso decidido pela Suprema Corte (em 1911) sobre *real price maintenance* na indústria de patentes de medicamentos até a recente desregulamentação do setor aéreo.

Tal movimento jurídico, como referido, nasce no seio da *Common Law* mas se espalha pelo mundo. Como antítese ao idealismo do Direito Europeu continental (em especial o kelseniano), a Grã-Bretanha e, em especial, os EUA sempre foram mais vinculados ao realismo jurídico, sofrendo influência de pensadores utilitaristas como Bentham e Stuart Mill, passando por Holmes, até culminar no movimento de Ronaldo Coase, com textos semanais, e nas pesquisas de Richard Posner, como grande expoente mais recente da escola de pensamento AED.

A questão da eficiência econômica no discurso jurídico é estritamente realista. Posner busca enfrentar o que chama de formalismo com base num discurso não purista (sendo uma antítese do discurso kelseniano de Teoria Pura), indo buscar na experiência de outras ciências as bases para a decisão judicial. Como ele mesmo explica em texto recente:

“Law is not logic but experience, as Holmes famously put it. And experience is the domain of fact, and so the realist has a much greater interest in the fact than the formalist, and in ‘fact’ in a richer sense than what a judge can glean from a trial transcript”.<sup>12</sup>

Paula Forgioni, por outro lado, entende que na teoria de Posner não haveria uma incompatibilidade entre a teoria do Mestre de Viena e a Análise Econômica do Direito:

“(...) a afirmação de Posner, para quem a AED seria, de certa forma, compatível com a doutrina de Kelsen, indo além ao superar o problema de ‘indeterminação’ do

Direito. Enquanto na doutrina kelseniana (‘indiscutível paradigma dos juristas continentais’) a indeterminação da linguagem seria um *problema*, porque abriria espaço a interpretações divergentes, para a AED ‘as escolhas dos juizes e dos advogados não são negadas, mas admitidas explicitamente, desde que endereçadas com base em critérios de eficiência’ (...).<sup>13</sup>

Claro que não se pode perder de vista que a teoria de Posner sobre a eficiência (compreendida enquanto maximização da riqueza) enquanto critério fundante do Direito perde força após as críticas que o autor recebe na década de 1980. Nos anos 1990 o autor modifica parcialmente seu pensamento, colocando a eficiência como um dos valores possíveis, mas ao lado de outros, como a justiça, abandonando o economicismo absoluto como critério central do Direito e da própria ética pública.<sup>14</sup>

Fica evidente que a imbricação entre Direito e economia é fundamental para uma correta compreensão das normas jurídicas que regem a sociedade (eis que, basicamente, todos os setores podem ser regidos pela lógica econômica).

“The Law and Economics movement claims that Law is best understood as a tool to promote economic efficiency. But how can the institution of Law help encourage efficient transactions? One way is to help avoid situations that lead to market failure. One example of market failure is the existence of monopolies: a situation where one party is able to extract more profit from a good than a healthy market would allow. Law can be used as a tool to ensure that monopoly situations are hard to bring about and maintain. Another way legal systems can be used to ensure economically efficient transactions is through the enforcement of valid contracts. By ensuring compliance

13. Paula Forgioni, “Análise Econômica do Direito (AED): paranoia ou mistificação?”, cit., *RDM* 139/245.

14. Bruno Meyerhof Salama, *Direito, Justiça e Eficiência: a Perspectiva de Richard Posner*, Fundação Getúlio Vargas, 2008.

12. Richard Posner, *Reflections on Judging*, Harvard University Press, 2013, p. 6.

with contractual terms courts can give parties to a contract confidence that the other party will fulfill the agreed-to obligations. This becomes especially important in situations where the parties must complete their obligations at different times.”<sup>15</sup>

Nesse sentido, todos os ramos do Direito poderiam ser abrangidos por decisões que levem em conta as leis da economia, ao passo que, mais pontualmente, a economia (e, mais especificamente ainda, o sistema financeiro), num movimento oposto, recebe influxos da ordem normativa estatal no sentido de garantir essa lógica (eficiência).

Quanto ao sistema financeiro (mais propriamente, o mercado de capitais<sup>16</sup>), existe um movimento histórico de regulação por meio do Estado, em especial no século XX. Neste trabalho avaliaremos essa evolução dos casos norte-americano e brasileiro.

### 3. Políticas públicas para regulação do sistema financeiro numa economia de mercado: surgimento da SEC (EUA) e da CVM (Brasil)

O modelo americano de economia é baseado na supremacia da autonomia privada

15. “Law and Economics”, in *Internet Encyclopedia of Philosophy*, disponível em <http://www.iep.utm.edu/law-econ> (acesso em 11.8.2015).

16. Sobre a distinção entre mercado de crédito e mercado de capitais: “No mercado de crédito as instituições financeiras captam recursos dos poupadores e os emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação. São remuneradas por uma diferença entre as taxas de captação e de aplicação desses recursos. No mercado de capitais, por outro lado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários. Porém, as operações ocorrem sempre com a intermediação de uma instituição financeira. No entanto, nesse mercado, essas instituições atuam principalmente como prestadoras de serviços, estruturando as operações, assessorando na formação de preços, oferecendo liquidez, captando clientes, distribuindo os valores mobiliários no mercado, entre outros trabalhos. São remuneradas pelo serviço prestado” (*O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro/Comissão de Valores Mobiliários*, 3ª ed., Rio de Janeiro, CVM, 2014, p. 35).

e no protagonismo do mercado (Liberalismo político e econômico). O surgimento do instituto da *regulação* nos EUA teve origem jurisprudencial no famoso caso “*Munn versus Illinois*”, decidido pela *Supreme Court* em 1876.

“O principal marco da afirmação da teoria norte-americana das *public utilities* foi o caso ‘*Munn versus Illinois*’, em que se discutia o art. XIII da Constituição do Estado de Illinois, sancionada em 1870, que outorgava poderes ao Legislativo para regular os preços de armazenagem de grãos. Em 1871 veio a ser editada uma lei para regulamentar o dispositivo constitucional estadual em relação aos elevadores de grãos de Chicago, em razão da qual em 1872 os Srs. Munn e Scott foram acusados de explorar um elevador ilegalmente, pois não haviam obtido a competente licença e cobravam tarifas além dos limites legais.”<sup>17</sup>

Após isso, o Poder Legislativo Federal referendou essa solução jurisprudencial por meio da edição do *Act to Regulate Commerce*, mais conhecido como *Interstate Commerce Act*. O direito administrativo norte-americano é usualmente definido como o direito das agências:

“Administrative law consists of those legal rules and principles that define the authority and structure of administrative agencies, specify the procedural formalities that agencies employ, determine the validity of particular administrative decisions, and delineate the role of reviewing courts and others organs of government in their relation to administrative agencies”.<sup>18</sup>

Boa parte dessas são as *regulatory agencies*: órgãos criados para exercer a função regulatória sobre determinado setor econômico de interesse público. Historicamente, as agências reguladoras remontam ao final do século XIX no setor ferroviário (*Interstate Commerce Commission/ICC*),

17. Alexandre Santos de Aragão, *Direito dos Serviços Públicos*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2008, p. 104.

18. S. Breyer e R. Stewart, *Administrative Law and Regulatory Policy: Problems, Text and Cases*, 3ª ed., Nova York, Little Brown and Co., 1995, p. 3.

tendo se multiplicado de forma espantosa nos mais variados ramos e setores de interesse público da economia, notadamente após a crise de 1929:

“A primeira agência reguladora independente de que se tem notícia foi a *Interstate Commerce Commission*, criada nos Estados Unidos da América do Norte em 1887, para regulamentar os serviços interestaduais de transporte ferroviário. Estas entidades foram se multiplicando de tal forma que hoje o direito administrativo norte-americano é praticamente confundido com o direito das agências, sejam elas reguladoras ou meramente executivas, independentes ou subordinadas hierarquicamente ao Presidente da República”.<sup>19</sup>

O poder das agências é reconhecido amplamente no Direito Americano, sendo que seu poder de investigação é chancelado pelo Judiciário, em especial pela Suprema Corte, desde o século XIX:

“Administrative agencies such as the IRS have broad authority to conduct investigations, including sweeping powers to subpoena or request documents, call witnesses, and even require a witness to submit a statement under oath. The Supreme Court famously said an agency ‘has a power of inquisition’ and ‘can investigate merely on suspicion that the Law is being violated, or even just because it wants assurance that it is not’”.<sup>20</sup>

O modelo brasileiro, por sua vez, tem origem na concepção francesa de serviço público, em que o Estado monopoliza determinadas atividades, retirando-as do mercado (como energia elétrica, gás natural, petróleo etc.). Todavia, esse modelo doutrinário, em especial após a reforma do Estado operada na década de 1990, passou a receber influência da doutrina americana de direito administrativo, tendo sido criadas

diversas agências reguladoras, de modo a possibilitar a privatização de serviços antes a cargo direto do Estado, tendo esse último reservado para si a tarefa de regular esses setores. Sundfeld refere, na contramão de críticos tradicionais, que a adoção desse modelo não é uma simples importação do modelo norte-americano, mas a adoção de uma nova estrutura econômica que demandava uma nova estrutura jurídica:

“A designação de ‘agências reguladoras’, que vem sendo utilizada pelo legislador brasileiro, originou-se nos Estados Unidos. Impressionados com a terminologia, alguns de meus colegas têm levantado suas vozes contra esses entes, que seriam próprios do Direito Anglo-Saxão e, por isso, incompatíveis com a tradição jurídica brasileira. Vejo diversos equívocos nesse raciocínio.

“Em primeiro lugar, antes de regulação nada têm de específicos à *Common Law*, tanto que foram adotados em Países europeus estranhos a esse sistema, com a França, suscitando discussões de índole constitucional semelhantes às que sempre se travaram nos Estados Unidos (como as relativas às fronteiras entre suas competências e as do Legislativo e do Judiciário). A regulação é – isso, sim – característica de um certo modelo econômico, aquele em que o Estado não assume diretamente o exercício de atividade empresarial, mas intervém enfaticamente no mercado utilizando instrumentos de autoridade. Assim, a regulação não é própria de certa família jurídica, mas, sim, de uma opção política econômica.”<sup>21</sup>

Assim, tem-se que determinados regimes jurídicos surgem mais do contexto histórico econômico do que de criações abstratas da doutrina. Nos EUA esse influxo ocorreu ainda na década de 1920, fazendo com que o Liberalismo clássico fosse amainado, mesmo no mercado de capitais, em função da Grande Depressão de 1929, donde surgiu a *U.S. Securities and Exchange Commission*/

19. Alexandre Santos de Aragão, *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo Econômico*, cit., 2ª ed., p. 229.

20. Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, Belknap Press of Harvard University Press, 2014, p. 53.

21. Carlos Ari Sundfeld, “Introdução às agências reguladoras”, in Carlos Ari Sundfeld (coord.), *Direito Administrativo Econômico*, São Paulo, Malheiros Editores, 2000, p. 23.

SEC, cuja função é proteger os investidores, mantendo a boa-fé, a ordem e a eficiência dos mercados.<sup>22</sup> Como explica Garrett:

“Some federal criminal laws were product of corporate scandals. Securities fraud statutes grew out of the Great Depression and the enactment of the 1933 and 1934 Securities Act”.<sup>23</sup>

Como a própria SEC deixa evidenciado,<sup>24</sup> as leis e regras que governam a indústria de valores mobiliários nos EUA derivam do simples e poderoso conceito de que “todos os investidores, sejam grandes instituições ou indivíduos particulares, deveriam ter acesso a certos fatos básicos sobre um investimento antes de realizá-lo”. Duas palavras-chave emergem da atuação da SEC: “eficiência” e “informação”. Isso não é trivial, pois são justamente esses os elementos centrais de uma economia de mercado saudável: a eficiência econômica depende do “custo da informação” para os agentes econômicos. Esse é o próprio conceito de Eugene Fama:

“um mercado onde haja um elevado número de agentes racionais maximizadores de lucro competindo entre si na tentativa de prever o valor futuro de mercado de títulos individuais e onde informações importantes estejam disponíveis a custo (próximo de) zero”.<sup>25</sup>

Dentre as funções institucionais da SEC<sup>26</sup> destaca-se a de “coordenar a regula-

ção norte-americana de valores mobiliários com autoridades federais, estaduais e estrangeiras”. A divisão responsável dentro da SEC pela aplicação da lei, em especial com recomendação de investigações por violação das leis de mercado de valores mobiliários, é a *Division of Enforcement*. O ponto nodal é compreender que a atuação pode se dar tanto no âmbito de ações cíveis em Cortes federais ou procedimentos administrativos perante um juiz administrativo.<sup>27</sup>

No direito administrativo americano existem juízes administrativos (*administrative law judges/ALJ*), que atuam perante as comissões e agências, como a SEC, com poderes semelhantes (embora mais limitados) aos dos juízes de direito. Nesse sentido, a SEC pode ingressar com um processo judicial perante juízes federais (processo judicial civil) quando seja necessário aplicar sanções para as quais a Comissão não detenha poderes ou, mesmo, para aplicar sanções monetárias. No âmbito administrativo (interno à Comissão) podem ser aplicadas sanções como suspensão ou cassação de registro, censura, multas – dentre outras.

A CVM, por sua vez, surge no Brasil na década de 1970, baseada em uma necessidade específica do mercado brasileiro da época, tendo sido pioneira (em 20 anos) ao processo de reestruturação do Estado Brasileiro na década de 1990. De certo modo, é um movimento contrário à privatização do final do século XX, pois o Estado, por meio da CVM, passou a ter mais influência no mercado de capitais. A inspiração na SEC é evidente:

“A confiabilidade e a eficiência são, portanto, requisitos fundamentais para a existência e para o pleno e regular desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

22. “U.S. Securities and Exchange Commission”, disponível em <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (acesso em 10.8.2015).

23. Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, cit., p. 36. Em 1933 o Congresso aprovou o *Securities Act* e no ano seguinte o *Securities Exchange Act*, que regulam a forma de atuação da SEC.

24. “U.S. Securities and Exchange Commission”, cit., disponível em <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (acesso em 10.8.2015) (tradução livre).

25. Eugene F. Fama, “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”, *Journal of Finance* 25/383-417, n. 2, 1970, in Eugene F. Fama, “Efficient capital markets II”, *The Journal of Finance*. Chicago: American Finance Association 46/1.575-1.617, n. 5, dezembro/1991 (adaptação livre).

26. “U.S. Securities and Exchange Commission”, cit., disponível em <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> (acesso em 10.8.2015) (tradução livre).

27. Idem, ibidem.

Aliás, é inclusive em razão disso que o princípio fundamental que informa a atuação da CVM é o do *full and fair disclosure*, de inspiração, como se sabe, norte-americana, e que foi adotado quando da instituição de nossa inspiradora *Securities and Exchange Commission/SEC*.<sup>28</sup>

Isso resta claro quando se faz a leitura do documento emitido pela CVM em 1979 sobre os fundamentos da regulação do mercado de valores mobiliários, em que fica evidente a escolha pelo sistema capitalista regulado na busca da eficiência e liberdade:

“A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

“A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. (...) Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências.”<sup>29</sup>

O sistema financeiro nacional é estruturado<sup>30</sup> no Conselho Monetário Nacional/CMN enquanto órgão normativo para o mercado de créditos e de capitais, tendo duas entidades supervisoras: o Banco Central do Brasil/BACEN (para instituições financeiras) e a CVM (para mercado de valores mobiliários – Bolsa de Valores e de Mercadorias e Futuros). Do ponto de vista jurídico, a CVM é considerada uma autarquia em regime espe-

cial, sendo, pois, equiparada a uma agência reguladora. A alteração na Lei 6.385/1976 realizada pela Lei 10.411/2002 deixou mais claro o disposto no art. 5º da lei que define a CVM:

“É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

A independência é uma característica importante para classificar a CVM e levá-la mais próxima de seu modelo estadunidense (SEC). As funções, de certo modo, assemelham-se ao modelo. [ver tabela na p. seg.]

Certamente que o modelo brasileiro, apesar de inspirado no americano, é diferente, em razão da própria estrutura de direito administrativo que vige aqui (*Civil Law* de tradição romano-germânica) e o direito consuetudinário (*Common Law* e *agencies*) que lá vigora. Mesmo a SEC, que é modelo não apenas para o Brasil, mas para a maioria dos Países, não nasceu pronta e acabada, tendo evoluído ao longo do tempo em suas competências. O tamanho atual da SEC em termos de atuação impressiona:

“Today, the SEC oversees a large, highly, complex, and rapidly changing market in securities with a wide range of registrants including over 5,000 brokers-dealers, over 11,000 registered investments advisers, investment companies, SROs (including exchanges and clearing houses), rating agencies, public companies, and accounting and auditing firms. The equity market alone has a market capitalization of approximately \$ 14 trillion. Each year, the SEC adopts between 25 and 30 rules packages, bring between \$ 75 and 675 enforcement actions, conducts over 1,500 exams, processes tens of thousands of requests for information from investors and over 1 million securities filings, considers over 2,000 SRO rule filings, and conducts

28. Alexandre Pinheiro dos Santos *et al.*, “Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade”, in Arnoldo Wald (org.), *Doutrinas Essenciais: Direito Empresarial*, vol. VIII, (*Mercado de Capitais*), São Paulo, Ed. RT, 2011, p. 40.

29. Comissão de Valores Mobiliários, *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*, Rio de Janeiro, 1979, p. 3.

30. “Banco Central do Brasil”, disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP> (acesso em 20.8.2015). Com adaptação de Comissão de Valores Mobiliários, *O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*, 3ª ed., Rio de Janeiro, CVM, 2014, p. 37.

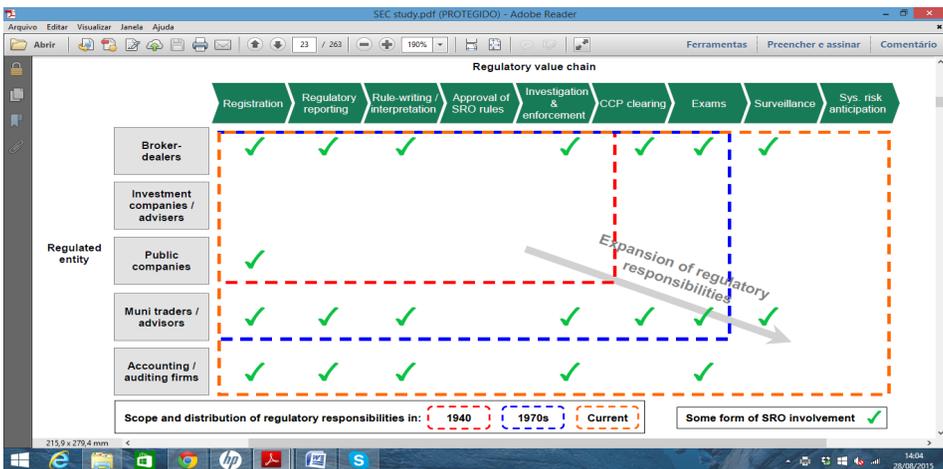
Competências da SEC	Competências da CVM
(1) Interpretar e aplicar as leis federais sobre valores mobiliários. (2) Emitir novas regras e emendar as já existentes. (3) Supervisionar a inspeção de firmas de valores mobiliários, <i>brokers</i> , consultores de investimentos e agências de classificação. (4) Supervisionar entidades de regulação privada referentes a valores mobiliários, contadores e auditores. (5) Coordenar a regulação norte-americana de valores mobiliários com autoridades federais, estaduais e estrangeiras.	(1) Regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na lei de sua criação e na Lei de Sociedades por Ações. (2) Administrar os registros instituídos pela lei, como, por exemplo de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores etc. (3) Fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados. (4) Propor ao CMN a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado. (5) Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

training sessions for approximately 2,000 foreign financial regulators”<sup>31</sup>

Tais competências foram sendo adquiridas ao longo do tempo, sendo que atualmente as competências da SEC são mais numerosas, deixando pouco espaço para as

*selfregulatory organizations/SROs*, que são instituições de autorregulação do mercado:<sup>32</sup> (v.gráfico a seguir).

Uma distinção que pode ser percebida entre SEC e CVM diz também respeito ao tamanho das agências e seus respectivos orçamentos:



31. U.S. Securities and Exchange Commission, *U.S. Securities and Exchange Commission: Organization Study and Reform*, The Boston Consulting

Group, 2011, p. 20.32. Idem, p. 23.

32. Idem, p. 23.

“A xerife do mercado americano pleiteia US\$ 1,7 bilhão em recursos para 2015 – após ter crescido 80% na última década – e tem 4.000 funcionários. No ano fiscal encerrado em setembro a SEC empreendeu um recorde de 755 ações de *enforcement* (para cumprir a lei) e arrecadou US\$ 4,16 bilhões em penalidades. Já, a CVM tem um quadro de 500 pessoas e orçamento de R\$ 300 milhões”.<sup>33</sup>

Se no início foram os fatos (crise de 1929) que deram origem à criação da SEC, sua evolução (inclusive de atribuições e de orçamento) é exponencial nos últimos anos também em razão de novos fatos (grandes escândalos), como é o caso do SOX (*Sarbanes-Oxley Act*), que surgiu nos Congresso após o caso “Andersen-Enron”: “For example, from 2002 to 2003 the SEC’s budget climbed 39 percent, from \$ 515 million to \$ 716 million to meet the demands of Sarbanes-Oxley”.<sup>34</sup>

Destarte, apesar de diferenças e similitudes, fato é que o Direito no século XX viu-se obrigado a criar estratégias para regular o campo do mercado de valores mobiliários, evitando crises e corrigindo falhas de mercado, para levar os agentes econômicos a manterem sua atuação dentro das regras do capitalismo (liberdade econômica e transparência e confiabilidade das informações), no sentido da máxima eficiência da economia. No próximo capítulo pretendemos analisar como essa atuação (da SEC e da CVM) ocorreu na prática nos EUA e no Brasil e se o desempenho dessa função garantiu um mercado eficiente no âmbito regulado.

33. *Época Negócios*, São Paulo, Diário (disponível em <http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2014/12/com-poderes-distantos-sec-e-cvm-atuam-para-enquadrar-petrobras.html> – acesso em 8.8.2015).

34. U.S. Securities and Exchange Commission, *U.S. Securities and Exchange Commission: Organization Study and Reform*, cit., p. 39.

#### **4. Comparativo entre os modelos norte-americano e brasileiro de regulação da economia por meio da punição administrativa (agencies) e criminal (corporate prosecutions) das empresas**

Neste capítulo pretendemos analisar diversos casos de atuação da CVM e da SEC e a eficiência da atuação dessas agências na gestão dos âmbitos e formas de ação: desde os procedimentos internos (administrativos) à atuação em conjunto com outros órgãos do Estado (CADE, DOJ etc.), passando pelos processos cíveis e também quando as condutas dos agentes econômicos sejam definidas como crimes. Nesse último âmbito, ainda existe outro espectro decisório para a melhor execução dos objetivos de correção de falhas de mercado, passando desde o tradicional processo criminal até as recentes opções pelos acordos de leniência (*non-prosecution e deferred prosecution agreements* – NPA e DPAs). Garrett sintetiza bem essas possíveis atuações dos entes estatais na busca de um mercado eficiente:

“An agency such as IRS can create detailed standards for companies to follow and then encourage reporting and self-regulation by promising serious consequences for those that do not comply. As SEC chairman and later U.S. Supreme Court Justice William O. Douglas put it, ‘self-discipline is always more welcome than discipline imposed from above’. That is why agencies increasingly emphasize transparency – disclosing accurate information to regulators and the public – so that misconduct does not occur in the first place, or is disclosed if it does happen. If an agency learns a company has violated regulations or laws, it has several options. It may give the company a warning and an opportunity to correct the problem. Or it may decide to pursue civil remedies such as fines or orders to cease illegal activity (injunctions), either before its own administrative judges or in more formal proceedings before a federal judge.

“However, if the agency thinks a person or corporation is being defiant or has

violated the rules in an egregious way, it may decide that the case should be criminal.”<sup>35</sup>

No caso do Brasil, o poder normativo da CVM para regular os agentes de mercado e aplicar as normas do mercado de capitais (poder punitivo) encontra fundamento no poder punitivo estatal outorgado a essa agência especial por lei. A aplicação das penas deve ser precedida de processo administrativo em que se observem as garantias constitucionais<sup>36</sup> e o devido processo legal administrativo (em especial as disposições da Lei federal 9.784/1999).

Além de levar adiante o processo administrativo, a CVM pode optar por estabelecer um *termo de compromisso*<sup>37</sup> com o acusado, em qualquer fase do processo administrativo sancionador, suspendendo-o, estabelecidos alguns critérios legais (art. 11, § 5º, da lei da CVM), quais sejam: (a) o atendimento ao interesse público (por critério da Comissão<sup>38</sup>); (b) o acusado se obrigue a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão; e (c) o acusado corrija as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. O termo de compromisso, como aponta Dubeux, “não importa confissão do proponente quanto à matéria de fato, nem reconhecimento da ilicitude da conduta analisada”.<sup>39</sup>

35. Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, cit., p. 54.

36. Brasil, *Constituição da República Federativa do Brasil*, Brasília/DF, Senado Federal, 1988: “Art. 5º. (...) LV – aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes; (...)”.

37. Inicialmente a Lei 9.457/1997 introduziu tal possibilidade. Após, essa lei foi revogada pela Lei 9.873/1999. Mais tarde, o Decreto 3.995/2001 reestabeleceu tal dispositivo, alterando sua redação.

38. Certamente que tal critério, como qualquer decisão judicial ou administrativa, deve ser fundamentado de acordo com a lei e os critérios constitucionais de definição do interesse público.

39. Júlio Ramalho Dubeux, *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos*

No modelo americano, a SEC também não costumava exigir confissão nem mesmo para liquidação ou acordo em processos cíveis, o que tem sido duramente criticado pela doutrina e pelos próprios juízes federais, tendo levado à mudança de postura da agência nesses casos. Os promotores federais, por sua vez, sempre exigiriam, na maioria dos casos, a confissão ou, ao menos, a assunção de culpa para entabularem um *acordo de não processo* (*non-prosecution agreement* – suspensão condicional do processo) ou de *adiamento de processo* (*deferred prosecution agreement* – acordo de leniência).

“Of the agreements obtained, 89 percent included an acceptance of responsibility or admissions (206 of 232 agreements). Regulators, in contrast, do not always demand a confession. The SEC had a long-standing policy allowing a firm to ‘neither admit nor deny’ wrongdoing when settling a civil case, which became controversial. A federal judge rejected a civil settlement with Citibank that did not include an admission of wrongdoing, saying it was neither ‘fair’ nor in ‘the public interest’. A series of other federal judges raised similar questions, and the SEC now says it will typically avoid such language.”<sup>40</sup>

Evidenciado, assim, outro paralelo com os acordos (termo de compromisso) celebrados pela CVM: o interesse público. No caso americano, em sua maioria os *non-prosecution agreements/NPAs* e *deferred prosecution agreements/DPAs* são celebrados entre acusados e Ministério Público Federal, sendo essa uma prática recente para as agências. No caso da SEC, desde 2011 essa está possibilitada de realizar diretamente acordos (DPAs e NPAs), tendo realizado poucos até o momento se comparada com o Departamento de Justiça/DOJ. No ano de 2014, por exemplo, dos 30 acordos realizados, apenas 1 foi pela

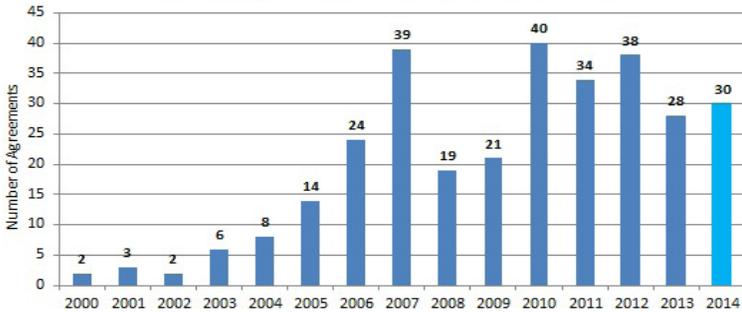
*Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*, dissertação de Mestrado, Rio de Janeiro, PUC/RJ, p. 83.

40. Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, cit., pp. 60-61.

SEC, os demais pelo DOJ. O seguinte quadro deixa clara a realização de DPAs e NPAs no âmbito do DOJ (*Department of Justice*) e a participação relativamente baixa da SEC (recente, pós-2011):<sup>41</sup>

No que tange aos acordos da parte criminal (isto é, que partem do Ministério Público) a atuação é relativamente grande, ao menos no setor de crimes financeiros, embora pouco documentada,<sup>43</sup> alcançando

**Chart 1: Corporate NPAs and DPAs, 2000 – 2014**



Note: The SEC entered into seven of the above corporate NPAs and DPAs: 2010 (1), 2011 (3), 2012 (1), 2013 (1), and 2014 (1).

Isso não quer dizer que nos acordos do Ministério Público a agência não tivesse participação, posto que a maioria dos casos levados à esfera criminal tem origem nas *agencies*, notadamente na SEC, que recebem fatia substancial das multas nos acordos, sendo parte desses a garantia de restituição administrativa e civil dos danos causados:

“Fines by regulator sometimes dwarfed criminal fines. For deferred prosecution and non-prosecution agreement since 2001, about \$ 12 billion was paid to regulators on top of the about 11,5 billion in fines and restitution separately secured by prosecutors, for a total of over \$ 23 billion. Prosecuted companies also faced private lawsuits and paid at least another \$ 6 billion in civil judgements. Then one can add costs of complying with reforms required by agreements”.<sup>42</sup>

empresas de larga escala mundial, incluindo Chevron, Boeing e AIG, sendo que a maioria é listada em Bolsa (58%), boa parte estando na lista das 500 maiores empresas da revista *Fortune*.<sup>44</sup>

Brandon Garrett faz crítica a esse sistema que, aparentemente, privilegia grandes empresas em detrimento de pequenos empresários aos quais não é dado tal “privilégio”, sendo processados sem possibilidade de acordo. Os dados são de que apenas 255 empresas receberam NPAs e DPAs desde 2001 de um total de mais de 2.000 que foram processadas judicialmente (em âmbito federal) no mesmo período:

“A mere three companies were convicted of securities fraud; these cases were instead almost entirely brought as

41. “2014 year-end update on corporate deferred prosecution and non-prosecution agreements”, disponível em <http://corpgov.law.harvard.edu/2015/01/18/2014-year-end-update-on-corporate-deferred-prosecution-and-non-prosecution-agreements> (acesso em 15.8.2015).

42. Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, cit., pp. 68-69.

43. “No data were kept on deferred prosecution or non-prosecution agreements. The U.S. Sentencing Commission keeps data on cases in which a defendant is sentenced, but these non-prosecution deals involve no formal sentence” (Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, cit., p. 63).

44. Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, cit., p. 62.

deferred prosecution or non-prosecution agreements”.<sup>45</sup>

A responsabilidade criminal das pessoas jurídicas, notadamente das empresas, sempre foi tema polêmico no Direito. Como diz o ditado, as pessoas jurídicas não têm alma nem corpo (*no soul to be damned, no body to kick*). Nos âmbitos cível e administrativo a responsabilidade dos entes jurídicos é menos polêmica do que na esfera criminal. Fábio Medina Osório estabelece essa distinção jurídica entre responsabilidade administrativa e responsabilidade penal das pessoas jurídicas:

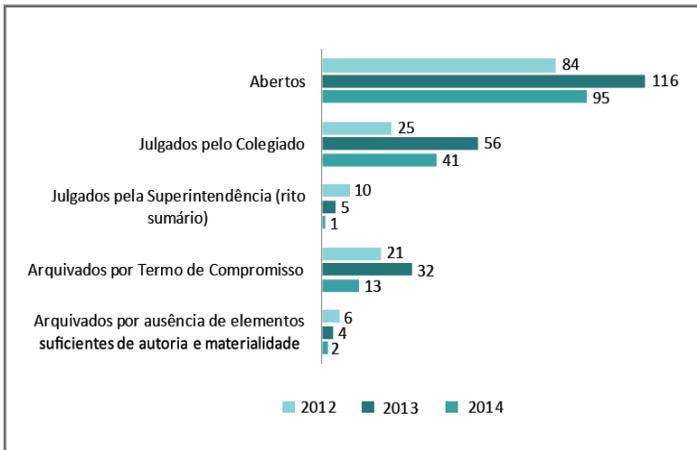
“A diferença entre o direito penal e o direito administrativo, no campo do sancionamento das pessoas jurídicas, é que o último aceita tranquilamente tal situação, já possui técnicas adequadas a esse controle, ao passo que o primeiro possui larga e antiga tradição de repúdio a técnicas de responsabilização das ‘pessoas morais’, o que não deixa de evidenciar, de um ponto de vista histórico, importantes peculiaridades dos dois ramos jurídicos em exame”.<sup>46</sup>

No caso brasileiro, no campo do processo administrativo sancionador, a CVM pode aplicar sanções aos infratores, sendo eles pessoas naturais ou jurídicas:

“No caso da CVM, a Lei 6.385/1976 estabelece, em seu art. 11, que aquela autarquia poderá impor sanções aos ‘infratores’, sem especificar se estes seriam somente as pessoas jurídicas ou as pessoas naturais. Apesar disso, não nos parece haver dúvida de que a referida regra é dirigida a ambas, sendo inúmeras as situações em que se verifica não só a possibilidade, mas a imperatividade de se aplicarem sanções a pessoas jurídicas”.<sup>47</sup>

Em termos de evolução dos processos administrativos sancionadores, a própria CVM<sup>48</sup> divulgou o balanço (abaixo), que revela uma diminuição no número de procedimentos nos últimos anos:

Os termos de compromisso diminuíram em termos de processos mas aumentaram em número de proponentes (um mesmo processo pode envolver várias partes/acusados), sendo



45. Idem, p. 65.

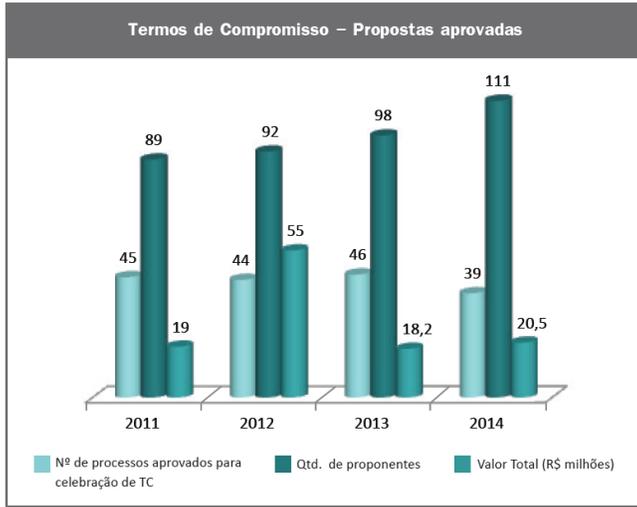
46. Fábio Medina Osório, *Direito Administrativo Sancionador*, São Paulo, Ed. RT, 2000, p. 115.

47. Fabrício Duarte Tanure, *A Responsabilidade Administrativa no Mercado de valores Mobiliários Brasileiro*, monografia, Rio de Janeiro, UFRJ, p. 37, disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso\\_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Fabrício\\_Duarte\\_Tanure-resp-administrativa.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Fabrício_Duarte_Tanure-resp-administrativa.pdf) (acesso em 20.8.2015).

48. Comissão de Valores Mobiliários, *Relatório Anual da Comissão de Valores Mobiliários 2014*, Rio de Janeiro, 2014, p. 93.

que o valor se manteve estável em comparativo com o ano anterior (embora reduzido no comparativo com 2012):<sup>49</sup>

empresa e de quando um acordo (*prosecution deferred*) é a melhor opção. São nove pontos a levar em conta:



No pertinente à responsabilização jurídica (inclusive criminal) de empresas não existe doutrina mais rigorosa do que a aplicada pelas Cortes Federais norte-americanas. Desde o caso “New York Central & Hudson River Railroad” as corporações são responsáveis pelos crimes praticados por seus prepostos (empregados e diretores). Assim, nos EUA foi estabelecida uma prática judicial nas Cortes Federais no que se refere à responsabilidade criminal das empresas que pode ser considerada como a mais severa do mundo: “The federal standard remains broad – broader than standards for corporate liability elsewhere in the world”.<sup>50</sup>

Os procuradores federais têm um manual conhecido por *U.S. Attorney’s Manual*, apelidado de *Thompson Memo*, que estabelece critérios de quando processar uma

“(1) the seriousness of the offense, (2) the pervasiveness of wrongdoing within the corporation, and (3) the firm’s history of similar conduct. The next three factors turn to cooperation and compliance: (4) the firm’s timely and voluntary disclosure of wrongdoing, (5) the firm’s compliance program, and (6) any remedial actions, such as firing wrongdoers and cooperating with prosecutors. The last three factors discuss whether a criminal prosecution is a good idea given (7) the harm a prosecution would cause including to shareholders, (8) the adequacy of prosecutions of individuals, and (9) whether it would be enough to impose civil or regulatory remedies”.<sup>51</sup>

Esses três últimos critérios de orientação do Ministério Público são, a nosso ver, os grandes guias de condução da investigação e do processo penal em crimes envolvendo mercado de capitais, podendo servir de guia também na recente possibilidade aberta ao caso brasileiro, posto que a eficiência da lei nesses casos não é a mesma

49. Idem, ibidem.

50. Brandon L. Garrett, *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*, cit., p. 35.

51. Idem, p. 56.

de outros casos criminais, eis que se deve levar em conta que a busca da eficiência do sistema econômico é o elemento a ser perseguido pelo Estado,

(1) evitando prejuízos ao próprio mercado, em especial aos acionistas (que muitas das vezes nada têm de relação com a conduta da direção da empresa, tendo sido já vítimas da má gestão),

(2) buscando responsabilizar de forma efetiva aqueles indivíduos diretamente responsáveis (gestores, administradores, conselho de administração etc.) pelos crimes,

(3) avaliando, no balanço entre direito criminal, cível e administrativo, a melhor solução, por meio de sanções dessas três naturezas nos acordos, bem como na busca da

(4) mudança da cultura corporativa, no sentido de evitar novos delitos.

Esse quarto elemento advém da conjugação dos elementos (4), (5) e (6), antes citados, do Thompson Memo, que demonstra a necessidade de cooperação da empresa com a Promotoria não apenas na elucidação do crime investigado, mas, no âmbito dos acordos, de adoção de programas para evitar novos problemas.

Em especial após o caso “Enron-Andersen”, em que uma das maiores firmas de Contabilidade e Auditoria do mundo foi à falência em razão do processo criminal (mais tarde revertido – embora os danos à imagem da companhia já fossem irreversíveis àquela altura – pela Suprema Corte, em 2005), a cultura da Promotoria Federal americana passou a tratar as companhias de forma a tentar reabilitar as empresas, mudando a cultura corporativa como estratégia mais eficiente do que um processo criminal contra esses entes jurídicos. Os elementos estatísticos deixam claro que o tratamento dado às empresas com capital aberto é diverso daquele das empresas de capital fechado:

“From 2001 through 2012, 58 percent of the companies receiving deferred prosecution or non-prosecution agreements were publicly listed on a U.S. stock exchange (148 of 255), while only 6 percent of those convicted without such an agreement were public (125 of more than 2,000 firms)”.<sup>52</sup>

Apesar das críticas estabelecidas por autores, em especial por Brandon Garrett, que revela uma injustiça, em especial no severo sistema criminal americano, que jamais teve preocupação com reabilitação dos processados criminalmente, é importante ter em mente que, no campo de observação a que estamos adstritos, a adoção dessas práticas (acordos ao invés de processos) pode ser mais eficiente para a regulação do mercado de capitais. A comparação é entre as Big Four do ramo contábil, mais especificamente entre duas delas, quais sejam, Andersen e KPMG. Apesar de essas duas empresas (dentre as quatro maiores de Auditoria e Contabilidade do mundo) não serem listadas em Bolsa de Valores, ambas têm relações com diversas empresas que o são e possuem um tamanho de mercado em escala mundial.

Enquanto a Arthur Andersen sofreu um processo criminal que levou ao seu desaparecimento do mercado, o acordo da promotoria com a KPMG previu uma multa de mais de 450 milhões de Dólares, sendo que a empresa não apenas se manteve no mercado como continuou a ter autorização da SEC para continuar a auditar companhias abertas (listadas em Bolsa), além de atuar para o próprio Governo Federal americano em auditorias no Departamento de Estado. A maioria dos acordos envolve multas altas, tendo chegado a 12 bilhões de Dólares ao órgão regulador e 11,5 bilhões em multas e restituições. Apesar de críticas a esses valores – que são aparentemente baixos para o tamanho das empresas em questão

52. Idem, p. 47.

–, é inegável que existe uma tentativa da Promotoria de reabilitar as empresas que entram em acordo. Existem nos acordos (NPAs e DPAs) referências a reformas estruturais em regra baseadas em compliance. A maioria dos acordos refere a necessidade de adoção de mudanças ou adoção de métodos de compliance.<sup>53</sup>

Uma forte crítica parte de Garrett, que afirma que o guia Thompson revela apenas critérios para quando processar ou realizar acordos, mas não apresenta nenhum critério de como realizar tais acordos. No caso da KPMG, o autor revela que, além da multa e da confissão, o acordo previa a contratação de um consultor/monitor independente (um antigo diretor da SEC) com poderes para contratar advogados, investigadores, entre outros profissionais, fazer recomendações e supervisionar o novo programa de compliance a ser adotado pela empresa. Todavia, a vagueza na maioria dos acordos continua sendo um problema:

“However, compliance programs are often described in fairly general terms. They refer to ‘appropriate due diligence’ and ‘effective compliance’ without defining it. Some require that the compliance program be updated over time – certain agreements, for example, require an annual review in light of ‘evolving international and industry standards’ in the FCPA area. The agreement says the company must do periodic review and testing of the compliance program”.<sup>54</sup>

Fica claro que é bastante difícil medir os programas de compliance e outras ferramentas utilizadas nos acordos. Por certo que não se pode concluir, assim, que tais mecanismos sejam inúteis, mas, sim, que devem ser melhorados, possivelmente com a padronização de elementos mínimos por parte do Gabinete do Procurador-Geral, assim como no caso do Memorando Thompson, que criou os crité-

rios para acordar, estabelecendo padrões e patamares para futuros DPAs e NPAs.

No caso brasileiro, no âmbito administrativo, mais especificamente no que se refere à responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas envolvidas em ilícitos para com a Administração Pública, a Lei 12.846/2013 trouxe luz para a forma de responsabilizar os entes jurídicos, em especial as empresas que tratam com o setor público.

Nessa lei foi estabelecido o acordo de leniência (art. 16), o qual não importa confissão (art. 16, § 6º), sendo, no âmbito do Governo Federal, de incumbência da Controladoria-Geral da União/CGU (conforme art. 16, § 10, da lei).

Quando presentes irregularidades que possam importar responsabilidade judicial (art. 19), o Ministério Público deve ser oficiado, para tomar as providências.

No âmbito do acordo de leniência, o Decreto 8.420/2015, em seu art. 37, trouxe critérios, dentre eles destacando-se a necessidade de a empresa adotar um “programa de integridade”, o que poderia ser considerado um programa de compliance. No art. 41 do decreto está a definição do programa:

“Para fins do disposto neste Decreto, programa de integridade consiste, no âmbito de uma pessoa jurídica, no conjunto de mecanismos e procedimentos internos de integridade, auditoria e incentivo à denúncia de irregularidades e na aplicação efetiva de códigos de ética e de conduta, políticas e diretrizes com objetivo de detectar e sanar desvios, fraudes, irregularidades e atos ilícitos praticados contra a Administração Pública, nacional ou estrangeira”.

Tal criação legislativa é ainda recente no Brasil, não se podendo avaliar quais os impactos da mesma; mas ela vem no sentido de reforçar o arcabouço de acordos com empresas investigadas, eis que o CADE e a CVM possuem seus próprios instrumentos, agora passando a CGU a ter uma opção mais abrangente quando os casos envolvam empresas e a Administração Pública Federal.

53. Idem, p. 74.

54. Idem, p. 72.

Por certo que no âmbito judicial esses elementos criados para orientar acordos administrativos também podem servir de guias.

O recente decreto (março/2015) já vem causando certa disputa institucional entre CGU, TCU e MPF, sendo que o Tribunal de Contas, em recente decisão,

“recomenda que a Controladoria elabore os acordos com base em pareceres do MPF. Segundo o Ministro-Relator, Augusto Nardes, a decisão ‘harmoniza’ o papel das instituições e cria parâmetros para que os acordos sejam firmados. ‘Propusemos que a CGU tenha toda a informação possível para ser avaliada no âmbito dos acordos. Determinamos que o órgão ouça o MPF e informe também o Tribunal. Não queremos criar falta de transparência’”.<sup>55</sup>

Ainda é cedo para avaliar quais serão os deslindes desses acordos no Brasil, mas é realmente importante, em especial num País como o nosso, que está em processo de criação e reforço institucional, que diversos órgãos participem desses acordos, desde CADE e CVM até CGU e TCU, com a supervisão do Ministério Público, de modo a construir um sistema eficiente de regulação das empresas, para fortalecer a economia de mercado e a própria democracia.

## 5. Considerações finais

Foi possível observar que os modelos brasileiro e americano possuem diversas semelhanças no estabelecimento de estruturas regulatórias públicas para o mercado de capitais. A Análise Econômica do Direito possibilita compreender que tais similitudes não são triviais, posto que são os fatos econômicos que definem os paradigmas jurídicos quando se trata de regulação da economia.

Os modelos estão em constante aperfeiçoamento histórico, sendo que os EUA, pelo

dinamismo de sua economia e flexibilidade de seu paradigma jurídico (Common Law), estão à frente como modelo, e muitas novidades que hoje estão iniciando em nosso País, em termos de acordos nos âmbitos administrativo (CVM, CGU) e criminal (Ministério Público), já são adotadas há mais tempo nos EUA (pela SEC e pelos procuradores federais).

A consensualização no âmbito da Administração Pública, isto é, a busca de acordos com empresas que tenham violado as leis e regulamentos do mercado de capitais, tem se mostrado – apesar de críticas que possam ser estabelecidas – como modelo mais efetivo do que os simples processos judiciais, eis que são mais ágeis e possuem a vantagem de buscar a manutenção da empresa no mercado, favorecendo seus acionistas e investidores, que caso contrário poderiam ser punidos por algo que não cometeram (perda de valor das ações ou, mesmo, falência das empresas processadas criminalmente). Por certo que os critérios do Thompson Memo são guias importantes para a busca do acordo com empresas que tenham violado a lei penal, na busca da implantação de uma nova cultura corporativa de prevenção.

Assim, percebe-se que, para uma correta e eficaz regulação jurídica do setor do mercado de valores mobiliários, os esquemas tradicionais do Direito não são suficientes, devendo a Administração Pública e o Judiciário criar – cada vez mais – elementos que possibilitem uma composição mais ágil e eficiente, na busca do equilíbrio e da eficiência do mercado.

## Referências bibliográficas

“2014 year-end update on corporate deferred prosecution and non-prosecution agreements”. Disponível em <http://corpgov.law.harvard.edu/2015/01/18/2014-year-end-update-on-corporate-deferred-prosecution-and-non-prosecution-agreements> (acesso em 15.8.2015).

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências Reguladoras e a Evolução do Direito Administrativo*

55. *Revista Veja*, semanal, disponível em <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/cgu>. (acesso em 2.8.2015).

- Econômico*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2006.
- . *Direito dos Serviços Públicos*. 2ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2008.
- BREYER, S., e STEWART, R. *Administrative Law and Regulatory Policy: Problems, Text and Cases*. 3ª ed. Nova York, Little, Brown and Co., 1995.
- COASE, Ronald. “O problema do custo social”. Trad. de Francisco Kummel e Renato Caovilla. *The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies* 3. N. 1. 2008.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. 3ª ed. Rio de Janeiro, CVM, 2014.
- . *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios*. Rio de Janeiro, 1979.
- . *Relatório Anual da Comissão de Valores Mobiliários 2014*. Rio de Janeiro, 2014.
- DUBEUX, Júlio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os Principais Instrumentos Regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro, PUC/RJ.
- Época Negócios*. São Paulo, diário. Disponível em <http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Acao/noticia/2014/12/com-poderes-distintos-sec-e-cvm-atuam-para-enquadrar-petrobras.html> (acesso em 8.8.2015).
- FAMA, Eugene F. “Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”. *Journal of Finance* 25/383-417. N. 2, 1970. In: FAMA, Eugene F. “Efficient capital markets II”. *The Journal of Finance* 46/1.575-1.617. N. 5. Chicago, American Finance Association, dezembro/1991.
- FORGIONI, Paula A. “Análise Econômica do Direito (AED): paranoia ou mistificação?”. *RDM* 139/242-256. Ano XLIV. São Paulo, Malheiros Editores, julho-setembro/2005.
- FRIEDMAN, Milton. *Capitalismo e Liberdade*. Trad. de Luciana Carli. Rio de Janeiro, Artenova, 1977.
- GARRETT, Brandon L. *Too Big to Jail: How Prosecutors Compromise with Corporations*. Belknap Press of Harvard University Press, 2014.
- INTERNET ENCYCLOPEDIA OF PHILOSOPHY. “Law and Economics”. Disponível em <http://www.iep.utm.edu/law-econ> (acesso em 11.8.2015).
- Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro (O)/ Comissão de Valores Mobiliários*. 3ª ed. Rio de Janeiro, CVM, 2014.
- OSÓRIO, Fábio Medina. *Direito Administrativo Sancionador*. São Paulo, Ed. RT, 2000.
- POSNER, Richard A. “Cost-benefit analysis: definition, justification, and comment on conference papers”. *Journal of Legal Studies* 1.153. 2000.
- . *Reflections on Judging*. Harvard University Press, 2013.
- . “The ethical and political basis of the efficiency norm in Common Law adjudication”. 8 *Hofstra Law Review* 487.
- . “Values and consequences: as an introduction to Economic Analysis of Law”. The Law School/The University of Chicago. Disponível em [http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values\\_0.pdf](http://m.law.uchicago.edu/files/files/53.Posner.Values_0.pdf) (acesso em 8.8.2015).
- Revista Veja*. Semanal. Disponível em <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/cgu> (acesso em 2.8.2015).
- SALAMA, Bruno Meyerhof. *Direito, Justiça e Eficiência: a Perspectiva de Richard Posner*. Fundação Getúlio Vargas, 2008.
- SANTOS, Alexandre Pinheiro dos, et al. “Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade”. In: WALD, Arnoldo (org.). *Doutrinas Essenciais: Direito Empresarial*. vol. VIII (*Mercado de Capitais*). São Paulo, Ed. RT, 2011.
- STEWART, R., e BREYER, S. *Administrative Law and Regulatory Policy: Problems, Text and Cases*. 3ª ed. Nova York, Little, Brown and Co., 1995.
- SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo, Malheiros Editores, 2000.
- . “Introdução às agências reguladoras”. In: SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo, Malheiros Editores, 2000.
- TANURE, Fabrício Duarte. *A Responsabilidade Administrativa no Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. Monografia. Rio de Janeiro, UFRJ. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao\\_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Fabricio\\_Duarte\\_Tanure-resp-administrativa.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshist/trabacademicos/anexos/Fabricio_Duarte_Tanure-resp-administrativa.pdf) (acesso em 20.8.2015).

“U.S. Securities and Exchange Commission”.  
Disponível em <http://www.sec.gov/about/what-wedo.shtml> (acesso em 10.8.2015).

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *U.S. Securities and Exchange*

*Commission: Organization Study and Reform.*  
The Boston Consulting Group, 2011.

WALD, Arnold (org.). *Doutrinas Essenciais: Direito Empresarial.* vol. VIII (*Mercado de Capitais*). São Paulo, Ed. RT, 2011.