

**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA “JÚLIO DE MESQUITA FILHO”
FACULDADE DE HISTÓRIA, DIREITO E SERVIÇO SOCIAL**

MATEUS MARCOS

**CONTRATO DE SUBSCRIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E
ALOCÇÃO DE RECURSOS: PARTICIPAÇÃO DOS INSTRUMENTOS
JURÍDICOS NA DINÂMICA DO SISTEMA DE MERCADO**

**FRANCA
2007**

MATEUS MARCOS

**CONTRATO DE SUBSCRIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E
ALOCÇÃO DE RECURSOS: PARTICIPAÇÃO DOS INSTRUMENTOS
JURÍDICOS NA DINÂMICA DO SISTEMA DE MERCADO**

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de História, Direito e Serviço Social da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito. Área de Concentração: Direito Obrigacional Público e Privado, linha de pesquisa: As Obrigações no Direito Brasileiro.

Orientador: Professor Doutor Alfredo José dos Santos

**FRANCA
2007**

Marcos, Mateus

Contrato de subscrição de valores mobiliários e alocação de recursos : participação dos instrumentos jurídicos na dinâmica do sistema de mercado / Mateus Marcos. –Franca : UNESP, 2007

Dissertação – Mestrado – Direito – Faculdade de História, Direito e Serviço Social – UNESP.

1. Direito e Economia. 2. Mercado de capitais – Regulação.
3. Capitalização de empresas – Sistema financeiro.

CDD – 342.23

*Dedico todo o esforço impresso nesta pesquisa
ao meu grande irmão Armênio Gomes Duarte Neto,
que comigo partilhou um longo período de luta,
decisivo em nossas vidas, do qual nos despedimos
com maior maturidade, certos da aplicação
de nosso maior empenho. As páginas deste
árido trabalho, impregnadas de conceitos teóricos,
não permitem descrever fatores determinantes
para sua confecção, como a amizade, a solidariedade
e a fraternidade, com as quais me brindou.
Esta dedicatória destina-se, de forma singela,
a retribuir o apoio incondicional recebido,
sem o qual não poderia concretizar este sonho.*

*Agradeço a Deus por guiar os meus
passos e iluminar o meu caminho.*

*Ao Professor Doutor Alfredo José dos Santos,
pela generosidade em compartilhar seus
conhecimentos e por acreditar neste trabalho,
permitindo meu avanço nos estudos acadêmicos.*

*À minha família de São João da Boa Vista,
que me ensinou a dignidade,
a honestidade e a perseverança,
pelo carinho que me fortalece.*

*À minha família de Olímpia,
que me recebeu com tanto afeto,
pelo importante incentivo.*

*À minha família de Sertãozinho,
que me acolheu como filho, viabilizando
o suporte para a realização desta pesquisa:
ao Sr. Armênio, pelo exemplo de inteligência;
à Sra. Maria Aparecida, pelo amor maternal;
à menina Carolina, pela alegre companhia.*

*Especialmente à Fernanda,
pelo amor, pela cumplicidade e por lutar comigo,
para a materialização de mais um sonho,
dentre muitos outros que ainda conquistaremos juntos.*

Naturalmente, a garantia jurídica está, em sentido mais amplo, diretamente a serviço de interesses econômicos. E quando não é este o caso, nem aparentemente nem na realidade, os interesses econômicos pertencem aos fatores de influência mais poderosos na formação do direito, uma vez que todo poder garantidor de uma ordem jurídica se apóia, em sua existência, de alguma forma sobre a ação consensual dos grupos sociais atingidos e a formação de grupos sociais está também condicionada, em alto grau, por constelações de interesses materiais

(WEBER, Max. **Economia e sociedade**: fundamentos da sociologia compreensiva. Tradução Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa. 4. ed.

Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2000. v. 1. p. 225).

RESUMO

A pesquisa pretende discutir a participação dos instrumentos jurídicos na dinâmica do sistema de mercado, especialmente na atividade de alocação de recursos através do mercado de capitais. O mercado se constitui no sistema econômico adotado por grande quantidade de sociedades, em razão de fornecer condições mais eficientes de satisfação das necessidades humanas. Entretanto, o funcionamento do sistema de mercado apresenta falhas, que dificultam a produção socialmente ótima, com reflexos sobre o bem-estar coletivo. Diante da existência de falhas de mercado, o exercício da atividade econômica passa a ser organizado no interior de empresas, que coordenam os fatores produtivos, no intuito de restabelecer a eficiência das relações negociais. A organização do processo de produção ocorre com a utilização de instrumentos jurídicos, que podem colaborar tanto para reparar as falhas de mercado, quanto para agravá-las, de acordo com os efeitos da articulação de normas e institutos sobre a eficiência econômica. O alicerce teórico de Direito e Economia (*Law and Economics*), abordando o ordenamento jurídico como um conjunto de incentivos ao funcionamento do sistema de mercado, permite avaliar as ingerências dos institutos jurídicos na eficiência das relações mercadológicas. O mercado de capitais se configura como fonte alternativa de financiamento das empresas, imprescindível à expansão da capacidade produtiva e à inovação tecnológica. Todavia, a análise do funcionamento do mercado de capitais permite verificar a existência de imperfeições na canalização da poupança, reparadas ou agravadas por dispositivos jurídicos. Os agentes econômicos passam, então, a realizar esforços de auto-regulação, visando complementar o aparato legislativo, para corrigir as falhas que inibem o desenvolvimento do mercado de capitais. O contrato de subscrição de valores mobiliários, que possibilita captação de poupança popular no mercado de capitais, pode estabelecer incentivos à empresa emissora, no sentido de assegurar maior respeito aos direitos de investidores e de conferir maior transparência às informações divulgadas ao público, auxiliando na eficiência da alocação de recursos. A análise do contrato de subscrição de valores mobiliários, sob a perspectiva da regulação da economia, permite concluir que um instrumento jurídico pode ser utilizado de forma a contribuir para o desenvolvimento socioeconômico, reparando falhas de mercado e promovendo bem-estar social.

Palavras-chave: falhas de mercado; direito e economia; regulação do mercado de capitais; contrato de subscrição de valores mobiliários; capitalização de empresas.

RIASSUNTO

La ricerca prètende discùtere la partecipazione dei strumenti giuridici nella dinàmica dello sistema di mercato, specialmente nella attività di locazione di ricorsi attraverso del mercato di capitali. Il mercato si constitui nello sistema economico adattato, per grande quantità di società, in razione di fornire condizioni più efficienti di soddisfazione delle necessita umana. Intanto, il funzionamento dello sistema del mercato presenta falle, che dificultano la produzione socialmente òttima, con riflessi sotto il benessere coletivo. Davante la esistenza della falle del mercato, o esercizio dell'attività economica passa a essere organizzato negl'interiore d'imprese, che coordinano i fattori produttivi, nell'intùito di restabilire l'efficienza delle relazioni negoziali. L'organizzazione del processo di produzione ocore con la utilizzazione dello strumenti giuridici che possono collaborare tanto per riparare le falle del mercato quanto per aggravali, d'accordo con i effeto dell'articulazione della norme ed istituti sotto la efficienza economica. Il fondamento teorico del Diritto e Economia (*Law and Economics*), abbordando il ordinamento giuridico come un congiunto dicentivi al funzionamento dello sistema del mercato, permette valutare le ingerenze degl'istituti giuridici nella efficienza delle relazioni mercadologiche. Il mercato di capitale si configura come fonte alternativa di finanziamento delle imprese, imprescindibile alla espansione della capacità produttiva ed la inovazione tecnologica. Tuttavia, l'analyse del funzionamento del mercato di capitali permette verificare l'esistenza di imperfettizioni nella canalizzazione del risparmio, riparate o aggravate per spositiva giuridici. I agenti economici passano, allora, a realizzare sforzi di auto regolazione, visando complementare il apparato legislativo, per corrègeri le falle che inibireno il sviluppo del mercato di capitali. Il contratto di sottoscrizione di valori mobiliari, che possibilita la raccolta di risparmio popolare nel mercato di capitali, pote stabilire incentivi alla impresa emissora, nello sentito di assicurare maggiore rispetto ai diritti di investitori ed di conferire maggiore traspparenza alle informazioni divulgate al pubblico, ausiliando nella efficienza della locazione di ricorso. L'analyse del contrato di sottoscrizione di valori mobiliari, sotto la perpeitativa da regolazione della economia, permette conchiùdere che uno istrumento giuridico pote essere utilizzato di forma che và contribuire per lo sviluppo socioeconômico, riparando falle di mercato ed promuovendo benessere sociale.

Parole chiave: falle di mercato; diritto ed economia; regolazione del mercato di capitali; contratto di sottoscrizione di valori mobiliari; capitalizzazione d'impresa.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	10
 1 MERCADO, EMPRESA E DESENVOLVIMENTO SOCIOECONÔMICO	 12
1.1 Sistema de mercado.....	12
<i>1.1.1 Escassez de recursos e necessidades humanas ilimitadas.....</i>	<i>16</i>
<i>1.1.2 Agentes econômicos e fluxo circular da renda</i>	<i>19</i>
<i>1.1.3 Falhas de mercado</i>	<i>23</i>
<i>1.1.4 Regulação do mercado: direito de propriedade e contratos</i>	<i>28</i>
1.2 Regime de produção empresarial	35
<i>1.2.1 Organização dos fatores de produção e redução dos custos de transação</i>	<i>38</i>
<i>1.2.2 Financiamento das operações da empresa</i>	<i>42</i>
<i>1.2.3 Reconhecimento jurídico da empresa</i>	<i>45</i>
1.3 Desenvolvimento socioeconômico e responsabilidade empresarial ..	53
 2 SISTEMA FINANCEIRO, MERCADO DE CAPITAIS E CAPITALIZAÇÃO DE EMPRESAS	 60
2.1 Intermediação financeira no processo poupança-investimento	60
<i>2.1.1 Funcionamento do sistema financeiro e falhas de mercado.....</i>	<i>63</i>
<i>2.1.2 Regulação do Sistema Financeiro Nacional</i>	<i>67</i>
2.2 Estrutura do mercado de capitais	76
<i>2.2.1 Incentivos do ordenamento jurídico no mercado de capitais</i>	<i>81</i>

<i>2.2.2 Auto-regulação do Mercado de Capitais Brasileiro</i>	<i>92</i>
---	-----------

3 CONTRATO DE SUBSCRIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E ALOCÇÃO DE RECURSOS 103

3.1 Abertura do capital das empresas	103
---	------------

3.2 Emissão pública de valores mobiliários	110
---	------------

3.3 Contrato de subscrição de valores mobiliários	116
--	------------

<i>3.3.1 Alocção de recursos através do contrato de subscrição de valores mobiliários</i>	<i>124</i>
---	------------

<i>3.3.2 Função da instituição financeira</i>	<i>128</i>
---	------------

<i>3.3.3 Financiamento das empresas socialmente responsáveis</i>	<i>131</i>
--	------------

CONCLUSÃO 135

REFERÊNCIAS 138

INTRODUÇÃO

A presente pesquisa busca discorrer sobre as ingerências dos instrumentos jurídicos no funcionamento do sistema de mercado, particularmente na atividade de alocação de recursos desempenhada no mercado de capitais. A prévia compreensão do substrato econômico emerge como pressuposto de uma análise jurídica do sistema de mercado, permitindo observar sua dinâmica, seus objetivos, suas falhas e seus efeitos nas interações entre os agentes. Diante da abordagem econômica, procede-se ao estudo dos instrumentos jurídicos, observando seus reflexos na eficiência da atividade produtiva, com enfoque na capacidade de auxiliarem a reparação ou o agravamento das falhas de mercado.

As construções teóricas de Direito e Economia (*Law and Economics*) possibilitam tratar o ordenamento jurídico como um conjunto de incentivos aos agentes econômicos, que reagem ao aparelho regulatório de acordo com a interferência das normas na eficiência da atividade negocial. Neste sentido, as normas jurídicas são avaliadas em razão de seus efeitos sobre oferta e demanda, orientando as decisões no mercado, pois acarretam ônus ou benefícios aos agentes econômicos. Todavia, os institutos jurídicos não são discutidos somente sob o critério de eficiência econômica, acrescendo-se a hermenêutica constitucional para verificar a adequação aos valores da coletividade. Este desenvolvimento teórico passa, então, a ser aplicado na análise do mercado de capitais, objetivando identificar o papel da regulação, em especial do contrato de subscrição de valores mobiliários, na eficiência da alocação de recursos.

O plano de desenvolvimento do trabalho tem início com a abordagem econômica do mercado enquanto mecanismo dominante de alocação de recursos, identificando a eficiência como seu principal objetivo. A discussão da escassez de recursos e das necessidades humanas ilimitadas permite verificar a eficiência das respostas que o mercado fornece às questões econômicas básicas: “o que, como e para quem produzir”. A definição dos agentes econômicos e a abordagem do fluxo circular da renda possibilitam verificar o funcionamento do processo produtivo no sistema de mercado e o papel exercido por unidades familiares, empresas e setor público. A eficiência na interação entre os agentes econômicos é prejudicada pela existência de falhas de mercado. A articulação dos instrumentos jurídicos pode contribuir para reparar as falhas de mercado ou intensificá-las.

As empresas se constituem para organizar fatores de produção no sistema de mercado, racionalizando o exercício da atividade econômica, no intuito de auferirem o maior retorno possível, reduzindo ao máximo os custos de transação. O desenvolvimento da

produção empresarial demanda recursos que, muitas vezes, devem ser buscados nos mercados financeiros. O mercado de capitais se configura como um relevante segmento do sistema financeiro, que fornece recursos aos investimentos empresariais de longo prazo. Entretanto, este mercado apresenta falhas que prejudicam a eficiência na canalização da poupança, comprometendo a efetivação de investimentos que poderiam expandir a produção, gerar empregos e promover inovações tecnológicas.

O ordenamento jurídico fornece instrumentos que podem ser utilizados para corrigir as falhas existentes nos mercados. No entanto, o processo político de confecção das leis pode resultar em dispositivos prejudiciais ao eficiente exercício da atividade econômica. A abordagem da disciplina do mercado de capitais permite verificar as ingerências dos instrumentos jurídicos na negociação de valores mobiliários e seus efeitos no fomento desta alternativa de financiamento de longo prazo. A análise da atividade auto-reguladora exercida pelos próprios agentes do mercado de capitais demonstra que os esforços privados em reparar falhas de mercado e imperfeições legislativas colaboram para restabelecer a eficiência na negociação de valores mobiliários.

A incorporação da atividade econômica ao ordenamento jurídico reflete o reconhecimento da eficiência do sistema de mercado em ampliar a riqueza e alocar recursos, mas também dos prejudiciais efeitos de suas falhas sobre os valores constitutivos da sociedade. O ordenamento jurídico exerce papel relevante no desenvolvimento do processo de produção, uma vez que a aptidão das normas, em coibir as falhas de mercado, e a dos contratos, em facilitar a coordenação empresarial dos fatores produtivos, interferem na eficiência da atividade econômica. Os incentivos econômicos estabelecidos pela atividade reguladora podem resultar em comportamentos prejudiciais ao bem-estar coletivo, contrariando os próprios princípios do ordenamento jurídico.

O sistema de distribuição, que compreende a negociação dos valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão, sofre a ingerência da regulação e da auto-regulação do mercado de capitais. Os agentes econômicos atuantes neste segmento do sistema financeiro podem estabelecer, voluntariamente, relações obrigacionais prevendo a adoção de comportamentos que auxiliam na reparação de falhas de mercado. Sendo assim, o principal instrumento jurídico deste sistema para a capitalização das empresas, o contrato de subscrição de valores mobiliários (*underwriting*), apresenta nova feição, em razão das obrigações que podem ser celebradas entre as partes contratantes.

1 MERCADO, EMPRESA E DESENVOLVIMENTO SOCIOECONÔMICO

1.1 Sistema de mercado

O *sistema de mercado* se constitui na principal instituição, presente na maior parte do mundo industrializado, responsável pela alocação de recursos e pela organização do processo produtivo para a satisfação das necessidades do corpo social. A economia de mercado se desenvolve através de um complexo processo de trocas, pressupondo a interação entre uma multiplicidade de agentes, ao mesmo tempo interdependentes e auto-interessados, que buscam melhores condições negociais na exploração da especialização e das vantagens comparativas. O intercâmbio de mercadorias e serviços exige a prévia estipulação de direitos de propriedade e a possibilidade de sua transferência através de contratos, além da própria manutenção da ambiência mercantil, assegurada pela proteção da concorrência e pelo desestímulo às fraudes.

As limitações dos recursos produtivos e do nível tecnológico têm levado as sociedades a adotarem, predominantemente, o sistema de mercado na organização das atividades econômicas, por reputarem ser mais eficiente no atendimento das necessidades de seus membros. Um sistema econômico pode ser compreendido como o conjunto de relações técnicas, básicas e institucionais que caracterizam a organização econômica de uma sociedade, condicionando o sentido geral de suas decisões fundamentais e os ramos predominantes de sua atividade. A eficiência do sistema econômico de mercado deve ser analisada através das soluções, por ele oferecidas, aos problemas econômicos básicos: quais produtos deverão ser produzidos e em que quantidades (*o que e quanto produzir?*); quem realizará a produção, com que recursos e com qual processo técnico (*como produzir?*); e para quem se destinará a produção (*para quem produzir?*) (MORCILLO; TROSTER, 1994, p. 38-39).

As respostas a tais questionamentos ensejam a compreensão do conceito de *eficiência econômica*, objetivo perseguido pelo sistema de mercado na administração dos recursos sociais. Uma sociedade alcança a eficiência econômica quando produz uma combinação de bens e serviços com o mais alto valor total possível, dada a limitabilidade de recursos, não se vislumbrando a realização de ganhos potenciais através de qualquer outra forma de organização da produção. Desta maneira, devem ser produzidos os bens mais desejados pelas pessoas (*eficiência alocativa*), utilizando-se as técnicas produtivas menos

dispendiosas (*eficiência produtiva*) e destinando-se a produção para quem seu valor seja relativamente o maior (*eficiência distributiva*) (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 12-14).

A escolha do sistema de mercado para a consecução da eficiência econômica decorre de um processo histórico que consolidou os benefícios do intercâmbio comercial para a satisfação das necessidades sociais. As trocas mercantis, ao permitirem a especialização da mão-de-obra e a divisão do trabalho, possibilitaram a obtenção de um maior volume de produção com o emprego de uma quantidade menor de recursos, quando comparadas com a atividade auto-suficiente isolada. Os agentes econômicos podem obter grandes vantagens com a troca de bens produzidos a um custo relativamente baixo, por outros que não conseguem produzir nas mesmas condições, mas são oferecidos por seus parceiros comerciais no mercado.

Os ganhos de comércio refletem as diferenças em *custos de oportunidade e vantagens comparativas* presentes nas atividades produtivas dos diversos participantes do intercâmbio mercantil. O custo de oportunidade de um bem ou serviço expressa a quantidade de outros bens ou serviços que deixam de ser produzidos para obtê-lo; representa o valor do melhor uso alternativo dos recursos produtivos abandonado quando se escolhe determinada produção. A vantagem comparativa consiste na confrontação dos custos de oportunidade de diferentes produtores; aquele que produz um bem ou serviço ao menor custo de oportunidade apresenta uma vantagem comparativa nesta produção. Sendo assim, os agentes econômicos especializar-se-ão na produção em que obtenham vantagens comparativas, beneficiando-se do comércio na aquisição de bens e serviços que não conseguem produzir a um custo de oportunidade inferior (MANKIW, 2001, p. 52-55).

A economia de mercado emprega o *sistema de preços* na atribuição do valor de troca dos bens e serviços produzidos. Os preços representam a relação de correspondência entre um produto e o montante de dinheiro necessário para adquiri-lo, compreendendo grande quantidade de informações sobre os desejos dos compradores e os custos dos vendedores. As informações embutidas nos preços estimulam as ações no mercado, gerando efeitos de incentivo (o nível dos preços retrai ou aumenta a produção) e de racionamento (preços elevados sinalizam escassez dos recursos, desencorajando seu uso), fundamentais para a articulação da oferta e da demanda.

As forças de *oferta e demanda* movem o sistema econômico de mercado determinando a quantidade produzida de bens e serviços, bem como os preços pelos quais serão comercializados. As decisões concernentes ao processo produtivo são tomadas de forma descentralizada, sem coação ou direção de qualquer organismo social, resultando da livre

interação entre compradores e vendedores. Os agentes econômicos titularizam a propriedade dos recursos disponíveis, que serão utilizados na produção de acordo com a coordenação de seus interesses privados promovida por oferta e demanda no mercado.

As quantidades de diversos bens que os compradores desejam e podem comprar, durante um determinado período, dadas as alternativas possíveis, constituem a demanda. A quantidade demandada se relaciona negativamente com o preço, ou seja, os consumidores comprem mais de um produto durante certo lapso temporal quanto menor for seu preço. Outros fatores, além do preço, exercem influência sobre a demanda: os gostos e as preferências dos compradores; a renda e sua distribuição; os preços de bens relacionados; o número de compradores e sua idade; as expectativas sobre preços, rendas e disponibilidades futuras; e os impostos, os subsídios e as regulamentações governamentais¹.

As quantidades produzidas de bens e serviços que os vendedores estão dispostos e podem vender sob condições alternativas, durante um dado período, caracterizam a oferta. As alterações nos preços interferem no volume da produção, induzindo os produtores a oferecer maiores ou menores quantidades do produto, durante um período específico, conforme seu preço se eleve ou decline (relação positiva). As decisões sobre a oferta também são moldadas considerando-se algumas variáveis: a tecnologia da produção; os custos dos recursos; os preços de bens relacionados; as expectativas dos produtores; o número de vendedores no mercado; e os impostos, os subsídios e as regulamentações governamentais².

A atuação conjunta da demanda e da oferta conduz o mercado a uma *situação de equilíbrio* em que o maior preço pago pelos compradores coincide com o menor preço aceito pelos vendedores, para a aquisição de determinado bem ou serviço. As quantidades que os consumidores desejam e podem comprar ao *preço de equilíbrio* correspondem exatamente às quantidades que os produtores desejam e podem vender. Os desvios ocasionados pelo excesso

¹ Ralph T. Byrns e Gerald W. Stone Jr. (1996, p. 62) esclarecem que “a demanda aumenta se: (a) as preferências se alteram, de modo que as pessoas fiquem mais inclinadas a comprar um bem; (b) as rendas dos consumidores aumentem (*caem*) no caso de um bem normal (*inferior*); (c) o preço de um bem substituto (*complementar*) aumenta (*cai*); (d) o número de consumidores aumenta; (e) os consumidores têm a expectativa de preços ou rendas maiores, ou antecipam a escassez do bem; ou (f) uma regulamentação favorável é adotada, os impostos são reduzidos ou o governo subsidia o bem. Inversamente, a demanda se reduz se tais mudanças ocorrerem em sentido contrário.”

² Seguindo, ainda, as lições de Ralph T. Byrns e Gerald W. Stone Jr. (1996, p. 69), a oferta de um bem cresce se: “(a) os custos declinam por causa de uma queda no preço dos recursos ou por um avanço tecnológico; (b) bens substitutos que as firmas podem produzir têm seus preços reduzidos; (c) o preço de um produto associado aumenta; (d) o número de produtores aumenta. Expectativas de preços maiores normalmente reduzem a oferta no curto prazo e aumentam a oferta no longo prazo se os bens puderem ser estocados, mas os resultados são incertos para bens não-duráveis. Os subsídios tendem a expandir a oferta, da perspectiva dos compradores, enquanto os impostos tendem a retrair a oferta. O único determinante da oferta que não opera basicamente mudando os custos de oportunidade é o número de vendedores.”

das quantidades ofertada (*excedente*) ou demandada (*escassez*), como consequência do preço se encontrar acima ou abaixo do equilíbrio, são corrigidos através de um lento processo de ajustes, muitas vezes traumático e caracterizado por crises econômicas, até que se restabeleça o equilíbrio de mercado.

A análise do funcionamento do sistema de mercado permite retomar os problemas econômicos básicos que por ele devem ser solucionados, através da manipulação dos preços pelas forças de oferta e demanda. *O que e quanto* se deve produzir serão determinados pelo embate entre a maximização da satisfação pessoal dos consumidores e o escopo lucrativo das empresas, refletido na aquisição de alguns bens e serviços em detrimento de outros; o sistema de mercado responde a estas questões produzindo as coisas mais procuradas pelas pessoas, na quantidade sinalizada pelo preço de equilíbrio. A concorrência entre produtores define *como* devem ser produzidos os bens, impulsionando a busca por combinações de fatores mais eficientes, seja reduzindo os custos da produção ou introduzindo uma nova tecnologia; mercados competitivos respondem a esta questão utilizando métodos produtivos menos dispendiosos. A produção destina-se *para quem* dispõe de renda suficiente e deseja pagar preços de mercado na compra de bens e serviços; a economia de mercado soluciona esta questão utilizando o preço como instrumento de exclusão, sendo fundamental a distribuição da propriedade e das oportunidades de formação educacional e profissional na determinação da renda dos indivíduos que poderão, ou não, pagá-lo (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 91; MORCILLO; TROSTER, 1994, p. 56-58).

A estrutura econômica da sociedade se constitui de toda a atividade de organização dos agentes e fatores produtivos, objetivando responder aos problemas básicos discutidos. A importância de se adotar determinado mecanismo alocativo advém das limitações enfrentadas pelo processo de produção, para prover a subsistência da sociedade. A escolha do sistema de mercado decorre da crença na eficiência com a qual ele satisfaz as necessidades humanas, confiando aos preços, articulados pelas forças de oferta e demanda, a alocação dos recursos escassos.

1.1.1 Escassez de recursos e necessidades humanas ilimitadas

Nas comunidades primitivas, as necessidades humanas consistiam praticamente em um mínimo essencial, indispensável à própria sobrevivência, relacionado às exigências orgânicas de alimentação, reprodução, abrigo e vestuário. A existência social do homem, acentuada com a evolução do processo civilizatório, acabou promovendo uma certa obrigatoriedade na diversificação e sofisticação, cada vez mais crescentes, do atendimento a essas necessidades. Entretanto, o incremento e a diferenciação das necessidades humanas, impulsionados pela vida em sociedade, contrastam com a escassez dos recursos produtivos necessários para satisfazê-las, exigindo-se que sejam destinados ao uso mais próximo da eficiência econômica.

A *escassez* ocorre uma vez que a sociedade não dispõe de recursos suficientes para produzir todos os bens e serviços desejados pelas pessoas; as necessidades humanas excedem a capacidade de produção possível, consideradas as limitações de tempo e de recursos disponíveis. Observa-se que o conceito de escassez é relativo, pois reflete o desejo de adquirir uma quantidade de bens e serviços superior à disponível, ou seja, a produção se apresenta escassa em relação ao desejo dos indivíduos. Nenhuma sociedade pode satisfazer plenamente todas as necessidades de seus membros, o que conduz a um processo de escolha, dependente do sistema econômico adotado, para selecionar quais delas deverão ser atendidas pela atividade produtiva (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 4-5; MORCILLO; TROSTER, 1994, p. 3-7).

Diversas razões podem ser apontadas para explicar a escassez relativa dos bens enfrentada pelas sociedades: a limitação do número de pessoas pertencentes ao círculo social, bem como de sua qualificação, em termos de conhecimento e formação profissional; a limitação da quantidade dos instrumentos auxiliares de produção, como maquinaria e demais ferramentas; os recursos naturais se apresentam igualmente limitados, não apenas pelas condições da própria natureza, como também pelo regime de propriedade vigente e pelo uso privado que deles fazem os indivíduos. Outro importante fator determinante da escassez reside nos obstáculos à disseminação dos conhecimentos técnico e científico causados, principalmente, pelos seguintes motivos: longo tempo de traslado e assimilação; elevados preços e custos de sua obtenção; exclusividade no direito de sua exploração, decorrente do registro de patentes (CANO, 1998, p. 18-19).

Os recursos escassos exigidos na produção de bens e serviços, necessária à satisfação das necessidades humanas, são divididos, tradicionalmente, em três grandes

categorias: terra, trabalho e capital. A definição econômica de *terra* engloba todos os recursos naturais, indicando além das áreas cultivável e urbana, também minerais, água, clima e vegetação; a remuneração oriunda de sua utilização, por período de tempo, corresponde aos aluguéis. O fator *trabalho* abrange as faculdades físicas e intelectuais que são disponibilizadas pelas pessoas para a produção; os pagamentos pelos serviços de trabalho prestados, em determinado período, são denominados salários. Os aperfeiçoamentos realizados nos recursos naturais, tornando-os mais produtivos, compreendem o *capital*, que inclui edificações, equipamentos, rodovias e demais meios elaborados utilizados no processo produtivo; os juros consistem na sua remuneração.

A procura dos consumidores por bens e serviços ocasiona uma demanda derivada pelos recursos ou fatores que os produzem. O preço que os produtores estão dispostos a pagar pelos fatores depende da produtividade gerada e do valor dos bens de consumo final comercializados. A eficiência na distribuição dos insumos escassos, utilizados no processo produtivo, decorre da atuação conjunta de oferta e demanda no mercado de fatores, que determina o salário e o nível de emprego de equilíbrio, os aluguéis e a quantidade de terra disponibilizada para a produção, bem como a taxa de juros de equilíbrio e o montante de capital ofertado nessas condições³.

As restrições de recursos e tempo representam apenas uma das duas importantes dimensões da escassez que se colocam para o sistema de mercado, sendo a outra originada das necessidades humanas ilimitadas. A *necessidade humana* pode ser entendida como qualquer manifestação de desejo envolvendo a escolha de bens capazes de contribuir para a sobrevivência ou para a realização social do indivíduo. O convívio em sociedade tem renovado a forma de suprimento dessas necessidades e criado constantemente novos desejos, motivados pela perspectiva de sempre aumentar o padrão de vida (RIZZIERI, 1998, p. 13).

A crescente mercadorização da satisfação das necessidades, legitimada pela propagação da cultura consumista, promove o crescimento infinito da produção

³ O funcionamento do mercado de recursos ou fatores de produção sofre as ingerências de condicionantes que interferem na oferta e na demanda de cada um deles. A demanda de trabalho depende do nível de salários (quanto mais alto o nível, menor a demanda), do aumento da produtividade por unidade de trabalho e do preço dos produtos finais gerados pelo trabalho (conforme o preço aumenta, expande-se a demanda); a oferta de trabalho aumenta com a elevação dos salários e com o crescimento da parcela da população em idade para trabalhar. A terra diferencia-se dos demais fatores, pois sua quantidade disponível se mantém aproximadamente constante, mesmo considerando as variações na sua oferta para distintos usos concretos; os aluguéis são determinados exclusivamente pela demanda, dada a suposição de que a oferta de terra permanece fixa. A demanda de capital varia de acordo com a comparação entre a rentabilidade esperada do investimento e a taxa de juros (custo do capital); a oferta de capital provém basicamente das poupanças realizadas pelo setor público, pelas empresas e pelas economias domésticas, todas incentivadas por taxas de juros mais altas (MORCILLO; TROSTER, 1994, p. 111-123).

concomitantemente com o aumento permanente do consumo. A ampla difusão da ideologia consumista acaba vitimizando grande parcela da população, privando-a do consumo efetivo ao mesmo tempo em que a aprisiona no desejo de consumir, pois os limites do ecossistema não permitem a generalização dos elevados padrões de consumo inculcados através da publicidade maciça. Sendo assim, o *feiticismo das mercadorias*, forma de poder desenvolvida pelas sociedades capitalistas, que domina o processo produtivo, recria o problema da escassez de recursos ao intensificar o caráter ilimitado das necessidades humanas:

[...]. Esta forma de poder consiste no processo pelo qual a satisfação das necessidades por via do mercado se transforma numa dependência em relação a necessidades que só existem como antecipação do consumo mercantil e que, como tal, são a um tempo plenamente satisfeitas por este e infinitamente recriadas por ele. [...]. O problema da saturação do mercado com que o capitalismo recorrentemente se confronta tem sido resolvido pelo desenvolvimento de novos produtos, pela abertura de novos mercados, pela promoção do consumo ligada à publicidade e ao crédito ao consumo (SANTOS, B. S., 1997, p. 269).

As modernas técnicas de mercadologia, objetivando manter níveis de produção sempre ascendentes, realizaram significativos aperfeiçoamentos nas ferramentas de publicidade, por meio das quais as pessoas são conduzidas ao consumo compulsivo. A lógica consumista construída pelo sistema de mercado, ao desviar a auto-realização das relações inter-pessoais para as relações entre indivíduos e objetos, assegura o desejo insaciável por bens e serviços, agravando a escassez dos insumos necessários para produzi-los. As ilimitadas necessidades humanas acabam, então, exorbitando a esfera biológica da sobrevivência, passando a ser definidas no plano psíquico da vida social, fortemente orientado ao consumo pelos meios de comunicação de massa, o que pode comprometer a própria sustentabilidade do processo produtivo, exaurindo recursos indispensáveis para um ambiente saudável.

O mercado se configura como a instituição organizadora do consumo, convertendo as necessidades humanas na objetividade de produtos desejados, o que possibilita precificá-las e destinar os recursos para as mais valorizadas no comércio. O sistema de preços sinaliza a disponibilidade dos fatores de produção escassos, compatibilizando-a com os desejos por bens e serviços, conforme a eficiência econômica. O processo produtivo encarregar-se-á de satisfazer, através de oferta e demanda no mercado, as necessidades humanas para as quais sejam despendidas as menores quantidades de recursos e, ao mesmo tempo, tragam as maiores remunerações pelo produto final adquirido.

As restrições das alternativas de produção, ocasionadas pela relação entre escassez de recursos e necessidades humanas ilimitadas, resultam na seleção de quais bens e serviços serão produzidos e de quem se beneficiará deles. O crescimento econômico contínuo, visado pelas economias capitalistas, mesmo alicerçado na industrialização e na evolução tecnológica

virtualmente infinitas, gera uma descontinuidade entre a natureza e o processo produtivo, que inviabiliza o atendimento aos desejos de todos os membros da sociedade. A articulação dos agentes econômicos no mercado, respondendo aos efeitos de estímulo e de racionamento dos preços de fatores de produção, determina o fluxo de circulação da renda, que mobiliza as forças de oferta e demanda na confecção e no consumo de produtos escassos.

1.1.2 Agentes econômicos e fluxo circular da renda

A atividade econômica das sociedades modernas, concretizada na produção de bens e serviços para a satisfação das necessidades humanas, caracteriza-se pela separação espaço-temporal entre o ato de produzir e o de consumir. Os indivíduos não mais produzem para o autoconsumo, havendo cooperação no provimento da subsistência, através da divisão e da especialização do trabalho, bem como do intercâmbio de produtos no mercado, de acordo com as vantagens comparativas. O processo produtivo gera um *fluxo real* de bens finais (de capital e de consumo), denominado *produto*, ao qual corresponde, em contrapartida, um *fluxo nominal*, a *renda* do sistema, constituída pela remuneração dos fatores de produção utilizados. O encontro do fluxo nominal, correspondente à demanda, com o fluxo real, consistindo na oferta, decorre da interação e do papel desempenhado pelos *agentes econômicos* no mercado, sendo eles: unidades familiares, empresas e setor público.

O termo genérico *unidades familiares* pode ser empregado para designar os centros de consumo, compostos desde indivíduos que vivem sozinhos até grandes famílias com numerosos membros dividindo a mesma casa. O trabalho representa o principal recurso produtivo disponibilizado pela maioria das unidades familiares para a geração dos produtos necessários ao abastecimento do mercado. Uma parte da renda que remunera os fatores de produção ofertados pelas unidades familiares se destina ao setor público, na forma de tributos, sendo o restante ou gasto no consumo de bens e serviços ou poupado, gerando fundos de investimento para as empresas (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 31-32).

A *empresa* se constitui no mais importante centro de produção do sistema de mercado, responsável pela contratação dos fatores produtivos fornecidos pelas unidades familiares, remunerando-os com as receitas oriundas da venda dos produtos finais por ela confeccionados. A capacidade de organizar os complexos processos de produção e distribuição, exigidos para atender aos elevados níveis de consumo atuais, somente pode ser atribuída às empresas, por reunirem grandes quantidades de recursos financeiros e físicos

que viabilizam a produção em massa. As empresas absorvem as informações de necessidades individuais ou coletivas transmitidas pelos preços e induzem o fornecimento de recursos produtivos, com incentivos em forma de incrementos nos salários, nos aluguéis e nas taxas de juros sobre o capital (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 32-33; MORCILLO; TROSTER, 1994, p. 20-23).

O conjunto dos órgãos que compõem a estrutura organizacional do Estado contemporâneo, incluindo empresas estatais (financeiras e não-financeiras), entes territoriais (estados, municípios e territórios) e administração central (administração direta e autarquias), forma a noção econômica de *setor público*. As atividades desempenhadas pelo setor público multiplicaram-se, não se restringindo à defesa dos cidadãos e de seus direitos de propriedade, mas abarcando também setores como saúde, educação e transportes, todos mantidos com a receita advinda dos tributos pagos pelas unidades familiares e pelas empresas. O Estado abandonou a posição de mero espectador da atividade produtiva para se converter em um indispensável agente econômico, produzindo alguns bens e serviços, além de coordenar e regular o funcionamento do mercado, através da implementação de políticas econômicas voltadas, geralmente, para a promoção do crescimento estável, da alocação eficiente dos recursos e da redistribuição de renda (MORCILLO; TROSTER, 1994, p. 24-26).

As inter-relações entre os agentes econômicos no mercado comportam uma grande diversidade de atividades e um elevado número de participantes do processo produtivo, fazendo necessária a adoção de um modelo que possa ser utilizado para explicar, em termos gerais, a organização da economia. O *modelo de fluxo circular da renda*, embora simplifique a realidade, omitindo muitos pormenores da vida econômica, permite uma melhor compreensão da articulação dos fatores produtivos e da distribuição dos produtos finais, através da análise de como o dinheiro se movimenta entre unidades familiares, empresas e setor público. Este modelo descreve o fornecimento, pelas unidades familiares, dos recursos de produção para as empresas ou para o setor público em troca de renda monetária, que será utilizada na compra de bens e serviços, ou no pagamento de tributos.

O circuito percorrido pelo produto e pela renda, numa economia de mercado, pode ser melhor compreendido partindo-se das unidades familiares, proprietárias da força de trabalho, da terra e do capital, que são vendidos às empresas e ao setor público, no mercado de fatores de produção, mediante o pagamento dos salários, dos aluguéis e dos juros. As empresas organizam e transformam os insumos, produzindo bens e serviços voltados ao atendimento da demanda da comunidade, que serão ofertados no mercado de consumo, por meio do sistema de preços; as unidades familiares podem empregar suas rendas na compra de

produtos, gerando os recursos monetários exigidos para engendrar uma nova produção. As receitas advindas do pagamento de tributos, pelas unidades familiares e pelas empresas, possibilitam ao setor público prover os bens destinados às necessidades coletivas, redistribuir a renda e construir a infra-estrutura para o desenvolvimento do sistema econômico.

A prestação dos serviços de fatores de produção pelas unidades familiares representa um fluxo real, ao qual corresponde um fluxo nominal contrário, constituído pelo total dos pagamentos realizados pelas empresas e pelo setor público; no mercado de fatores de produção, as unidades familiares se comportam como vendedoras de insumos, sendo seus compradores as empresas e o setor público. O fluxo real dos produtos concebidos pelas empresas e pelo setor público, com a utilização dos recursos de produção, encontra sua contrapartida no fluxo nominal das rendas utilizadas no consumo pelas unidades familiares; no mercado de bens e serviços de consumo, a relação entre os agentes econômicos se inverte, com as unidades familiares comprando a produção vendida pelas empresas e pelo setor público. Portanto, enquanto os fatores de produção e a despesa com bens e serviços de consumo fluem das unidades familiares para empresas e setor público, os bens e serviços de consumo e a renda (salários, aluguéis e juros) fluem destes últimos para as primeiras⁴.

O produto concebido pelas empresas, distribuído em bens de consumo, vinculados à satisfação imediata de necessidades humanas, e bens de capital, utilizados na produção futura de outros bens, é dirigido aos respectivos mercados, com o intuito de atender à demanda existente e de angariar receitas suficientes para cobrir os gastos gerais da atividade produtiva. A atomização da demanda por bens e serviços de consumo faz com que seus preços não sejam determinados pelas preferências dos consumidores, mas pelas empresas detentoras do poder de mercado, refletindo, basicamente, os custos de produção e o lucro por elas almejado (o excesso de receitas sobre os custos). No mercado de bens de capital, o produto se destina a sua reincorporação ao aparelho produtivo, repondo a depreciação (*investimento de reposição*) e aumentando a capacidade de produção do sistema, ao ampliar o estoque de capital (*investimento líquido*) (CANO, 1998, p. 49-50).

⁴ O modelo econômico do fluxo circular da renda foi bem elucidado pelo seguinte exemplo de N. Gregory Mankiw (2001, p. 24): “Percorramos o fluxo circular de renda seguindo uma nota de dólar em seu trajeto de pessoa para pessoa dentro da economia. Imagine que o dólar se encontra inicialmente numa família, digamos, em sua carteira. Se você deseja comprar um cafezinho, você pega o dólar e vai para um dos mercados de bens e serviços da economia, digamos a loja Starbucks de seu bairro. Lá você a gasta em sua bebida preferida. Quando o dólar passa para a caixa registradora da Starbucks, ele se torna parte da receita da empresa. Contudo, o dólar não fica muito tempo com a Starbucks, pois a empresa o usará para comprar insumos no mercado de fatores de produção. Por exemplo, a Starbucks poderá usá-lo para pagar o aluguel da loja onde está instalada ou para pagar o salário de seus funcionários. De qualquer modo, o dólar vai para a renda de alguma família e, novamente, vai parar na carteira de alguém. Nesse ponto a história do fluxo circular da economia recomeça.”

O fluxo nominal do processo produtivo caracteriza-se pela *repartição funcional da renda*, elemento de diferenciação qualitativa na determinação do poder aquisitivo das unidades familiares, que consiste em agrupá-la conforme a remuneração dos diferentes tipos de recursos, sob a forma de *rendas do trabalho* (salários) e *rendas da propriedade* (lucros, juros e aluguéis). Os consumidores dedicam parte da renda à satisfação de suas necessidades, no mercado de bens e serviços de consumo, de acordo com seus critérios de prioridade, com os níveis de rendas recebidas e com os preços estabelecidos. A parcela da renda não empregada no consumo, juntamente com outros tipos de rendimentos mantidos nas empresas (*reservas para depreciação e lucros retidos*), mas também pertencentes às unidades familiares (proprietárias, em última instância, dos fatores terra, trabalho e capital), é direcionada à poupança (CANO, 1998, p. 50-51).

As unidades familiares, ao satisfazerem suas necessidades de consumo, passam a aplicar suas poupanças em títulos de propriedade (ações de empresas) e títulos de empréstimo público ou privado, todos geralmente administrados por instituições financeiras, esperando uma remuneração que lhes permita maior poder aquisitivo futuro, como retribuição pelos valores poupados. As empresas não possuem, na maioria das vezes, a quantidade de dinheiro suficiente para a aquisição dos bens de capital necessários à reposição e ao acréscimo de capacidade produtiva, o que as leva aos intermediários financeiros, com o objetivo de canalizar as poupanças das unidades familiares para seus empreendimentos. O total poupado pela sociedade, formado pelas poupanças das unidades familiares e pelas rendas retidas nas próprias empresas, transfere-se para estas últimas, através da intermediação das instituições financeiras, viabilizando a aquisição do fluxo real de bens de capital no mercado (*processo de inversão*), que permitirá o início de mais um ciclo produtivo (CANO, 1998, p. 51-52).

A adoção de determinadas *funções de produção*, definidas como as quantidades máximas de produtos geradas, em dado período de tempo, por específicas combinações de insumos, empregando-se os conhecimentos técnicos disponíveis, demonstra a existência de condicionamentos no processo circulatório do mercado, oriundos das políticas formuladas no interior das empresas e do setor público, com conseqüências diretas sobre as unidades familiares. O excesso na oferta de mão-de-obra com pouca qualificação e a escassez de capital e de recursos naturais, decorrente do atraso tecnológico e do regime da propriedade, constituem a realidade de grande parte das sociedades, que colide com a utilização, pelas empresas, de funções de produção sempre orientadas para a maximização dos lucros, obtida com a especialização profissional e com a sofisticação técnica. Os esforços do setor público na elaboração de mecanismos legais, para o estabelecimento de mínimos salariais e para a

contenção das taxas de lucro, de juros e de aluguéis, não amenizam as desigualdades no poder de compra das unidades familiares, advindas dos maiores níveis de rendas da propriedade em face das rendas do trabalho.

A distribuição de renda no sistema econômico de mercado resulta do cálculo da função de produção mais conveniente para as empresas, que predeterminam a demanda de serviços de fatores, em termos quantitativos e qualitativos, diferindo da sua disponibilidade pelas unidades familiares. O sistema de preços encarrega-se de promover o ajustamento das forças de oferta e demanda, atendo-se somente ao poder de compra das unidades familiares na atribuição do fluxo real de bens e serviços de consumo, sem considerar, contudo, as reais necessidades individuais e coletivas da sociedade. As principais falhas apresentadas pelo mecanismo alocativo de mercado, na circulação da renda, originam-se de imperfeições concorrenciais, de externalidades e de articulação indevida dos recursos de produção, ocasionadas pelo comportamento de empresas e do setor público, devendo ser combatidas por acarretarem sérios prejuízos às unidades familiares, em benefício das quais se justifica a organização do processo produtivo.

1.1.3 Falhas de mercado

A eficiência com a qual uma sociedade produz bens e serviços e os distribui aos seus membros depende dos mecanismos alocativos empregados na organização da produção, orientando a interação dos agentes econômicos e a conjugação dos fatores produtivos. As sociedades, de um modo geral, possuem um *sistema econômico misto* constituído por diferentes mecanismos, como o mercado, a força bruta (violência física), as filas, a seleção aleatória (sorte), a tradição (estamentos ou castas) e o setor público, utilizados na alocação de recursos conforme favoreçam a obtenção dos resultados econômicos almejados em situações específicas. O mercado se consolidou como mecanismo alocativo dominante, dentre os demais, em decorrência do aumento da produção viabilizado pela divisão do trabalho e pela especialização de acordo com as vantagens comparativas, que se tornaram possíveis com as trocas comerciais realizadas sob a influência da relação entre o sistema de preços e as forças de oferta e demanda.

A solução mais eficiente para os problemas econômicos tem sido apontada como o resultado do regular funcionamento de uma estrutura de mercado idealizada, caracterizada pelo *modelo de concorrência perfeita*, que determina os preços dos produtos e suas

quantidades de equilíbrio. A criação formal dos mercados perfeitamente competitivos requer a existência de um elevado número de compradores e vendedores potenciais, devendo cada um ser tão pequeno em relação ao mercado que as decisões individuais sobre consumo e produção não afetam a demanda e a oferta, exibindo um impacto negligenciável no preço dos produtos. Este modelo ainda apresenta outros pressupostos: a homogeneidade dos bens e serviços vendidos por todos os ofertantes; a liberdade das empresas transitarem pelo mercado buscando oportunidades lucrativas, por serem insignificantes, no longo prazo, as barreiras à entrada ou à saída; e o pleno conhecimento das condições operacionais do mercado por todos os seus participantes (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 189-190; MORCILLO; TROSTER, 1994, p. 151-153).

O livre encontro de oferta e demanda num mercado de concorrência perfeita determina o preço de equilíbrio dos bens e serviços, aceito como um dado fixo sobre o qual cada empresa não pode isoladamente influir, devido à dispersão do poder de manipular a produção entre os numerosos agentes econômicos. Nessas condições, as empresas competitivas (*tomadoras de preços*) decidem individualmente suas quantidades de produção e venda aos preços correntes, buscando maximizar seus lucros através da redução de custos promovida pela utilização mais eficiente de recursos e tecnologias. O escopo lucrativo das empresas faz com que elas incorporem os maiores avanços tecnológicos disponíveis e desloquem os fatores produtivos para o seu melhor aproveitamento, gerando níveis de produção socialmente desejáveis e preços próximos ao custo de confecção dos produtos.

Os benefícios sociais oriundos da competição dependem fortemente da liberdade com a qual as empresas podem entrar e sair do mercado, buscando a maximização de lucros ou tentando evitar prejuízos no exercício de suas atividades produtivas. Os lucros econômicos alcançados num mercado estimulam o ingresso de novas empresas e a expansão da capacidade instalada das já estabelecidas, o que acarreta um aumento da produção, com a conseqüente queda dos preços para viabilizar a ampliação do consumo. Os prejuízos econômicos, por sua vez, promovem um movimento contrário, incentivando algumas empresas a abandonarem o mercado, empregando seus recursos em empreendimentos mais prósperos, o que provoca o declínio da oferta, acompanhado pela elevação dos preços dos produtos. No longo prazo, a liberdade de entrada e saída de um mercado competitivo ajusta lucros e prejuízos ao preço de equilíbrio, destinando os recursos ao seu uso mais eficiente, de forma que as empresas não encontram melhores oportunidades de negócios com qualquer alteração em suas posições.

A grande maioria dos mercados existentes no mundo real se afasta do modelo de concorrência perfeita, apresentando um único agente, ou um pequeno grupo, atuando como comprador, ou vendedor, o que lhe confere o poder de controlar os preços e as quantidades produzidas, mantendo-os distantes do equilíbrio de oferta e demanda. As decisões de compradores e vendedores algumas vezes afetam pessoas não envolvidas no mercado, gerando efeitos colaterais, conhecidos como externalidades, que provocam distorções nos preços de bens e serviços. *Poder de mercado* e *externalidades* são exemplos de um fenômeno geral denominado *falha de mercado*, prejudicial ao processo produtivo na medida em que impede a alocação mais eficiente dos recursos disponibilizados pela sociedade.

Os *monopólios* se configuram como uma das formas de poder de mercado, na qual uma empresa, por ser a única produtora de determinado bem ou serviço sem substitutos próximos, possui a capacidade de controlar seu preço. O surgimento dos monopólios pode ser explicado por diversos fatores, destacando-se os seguintes: uma única empresa controla exclusivamente um recurso produtivo indispensável à produção de um determinado bem; o setor público concede a uma única empresa o direito de produzir com exclusividade um bem específico; os custos de produção fazem um único produtor mais eficiente em relação ao mercado competitivo (monopólio natural). A concentração de poder assegura as vantagens econômicas dos monopolistas, pois lhes permite criar obstáculos que dificultam ou tornam menos lucrativa a entrada de novas empresas no mercado, como a imposição de barreiras regulamentares (patentes e direitos autorais) ou estratégicas (política anti-concorrencial da empresa) (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 218-229; MANKIW, 2001, p. 315-320).

O fornecimento exclusivo de um produto sem substitutos próximos possibilita à empresa monopolista, deparando-se com a demanda de mercado e controlando completamente a oferta, escolher um nível de produção que maximize o preço cobrado para cada quantidade vendida. A ausência de pressão competitiva leva a empresa monopolista a produzir uma quantidade de bens e serviços inferior à socialmente eficiente e a cobrar um preço maior do que o obtido em condições de concorrência perfeita. A formação de preço do monopólio invariavelmente conduz a uma distribuição desigual da renda, pois o valor pago pelos consumidores, que excede os preços de um mercado competitivo, ao invés de se converter em aquisição de mais produtos, transfere-se para o monopolista, sendo o único a ter seu poder de compra aumentado.

Os principais mercados da atualidade são dominados por *empresas imperfeitamente competitivas*, que enfrentam concorrência, apesar desta não ser suficientemente forte para torná-las tomadoras de preços, e possuem algum grau de poder de

mercado, embora este não seja tão grande quanto o dos monopólios. O *oligopólio* representa uma situação de concorrência imperfeita caracterizada pela presença de um número reduzido de grandes empresas interdependentes controlando conscientemente o mesmo mercado, havendo constante tensão entre cooperação e interesse próprio nas decisões sobre a atividade produtiva, uma vez que as estratégias de vendas interferem nos lucros de todos os rivais. A *concorrência monopolista* descreve uma estrutura de mercado imperfeitamente competitiva, em que muitas empresas vendem produtos levemente diferenciados, determinando seus preços, mas possuem limitações em seu poder por disputarem a preferência dos mesmos consumidores (MANKIW, 2001, p. 349-351).

As empresas oligopolistas tentam freqüentemente cooperar para obter as mesmas vantagens econômicas de um monopólio, elevando os preços e limitando a produção, através de um acordo (*conluio*) de divisão do mercado, que origina o *cartel*. Todavia, a repartição dos lucros constitui forte incentivo para cada oligopolista agir em interesse próprio, aumentando a produção e capturando maior parcela do mercado, o que resulta no rompimento do acordo. A instabilidade dos cartéis, ainda que possibilite a produção do bem ou serviço em quantidades superiores às geradas pelo monopólio e a venda a preços menores, não anula o poder de mercado das empresas oligopolistas, que se distanciam da eficiência alcançada pelo mercado competitivo.

A relativa facilidade de entrada e saída num mercado de concorrência monopolista faz com que os vários produtores de substitutos próximos não perfeitos forjem distinções em seus produtos, permitindo a cada empresa algum controle sobre o preço de sua produção⁵. A concorrência monopolista promove ineficiência alocativa, uma vez que a publicidade, fundamental para incentivar a fidelidade à marca, leva o consumidor a aceitar bens idênticos em termos físicos como sendo diferentes e, conseqüentemente, a pagar preços distintos por produtos com as mesmas características técnicas. A ineficiência produtiva dos concorrentes monopolistas advém da elevação dos custos de produção

⁵ George Frederik Stanlake (1993, p. 313) esclarece o funcionamento da concorrência monopolista: “O capitalismo moderno caracteriza-se pela existência de uma série de monopólios ‘limitados’. Estes monopólios são os únicos vendedores de uma série de produtos de marca, mas existem outras empresas que lhes fazem concorrência, vendendo bens semelhantes com marcas de fábrica diferentes. É esta a situação de mercado designada por *concorrência monopolista* ou *imperfeita*. Assim, as mercadorias produzidas não são homogêneas; os bens são diferenciados pela marca e pela utilização de marcas registradas. Cada empresa tem uma posição de monopólio [...], mas enfrenta uma forte concorrência das empresas que oferecem bens muito semelhantes. O seu poder de monopólio é, pois, muito limitado – depende muito do grau de liberdade que as empresas têm para entrar na indústria. A diferenciação do produto é acentuada (alguns dirão criada) pela prática da *publicidade concorrencial* que constitui, talvez, a característica mais saliente da concorrência monopolista.”

ocasionada pelos gastos com publicidade e com outras formas de diferenciação artificial dos produtos, que se reflete no aumento dos preços repassado aos consumidores.

A falha de mercado denominada externalidade corresponde aos benefícios ou prejuízos ocasionados pelo impacto da atividade de agentes econômicos sobre o bem-estar de pessoas que não participam diretamente do mercado. A presença de externalidades negativas, como a poluição, gera uma oferta do bem superior à eficiente, pois os custos das pessoas por elas afetadas adversamente não são incorporados aos preços cobrados dos consumidores. Os mercados em que as vantagens oriundas da atividade produtiva de uma empresa, como a inovação tecnológica, não favorecem apenas seus consumidores, mas só são custeadas com o pagamento dos preços dos produtos por eles adquiridos, apresentam externalidades positivas, ineficientes por determinarem uma oferta do bem inferior à socialmente ótima. Estes efeitos externos decorrentes das ações de compradores e vendedores, por atingirem a comunidade, não se inserindo adequadamente nos preços de comercialização do bem, interferem no equilíbrio de mercado, que reflete somente os custos privados de produção, impedindo a maximização do benefício social da atividade econômica.

O poder de mercado e as externalidades demonstram que o mecanismo alocativo dominante na maioria das sociedades contemporâneas exibe significativas distorções em seu funcionamento, incongruentes com a promoção da eficiência econômica propalada pelo ideal de concorrência perfeita. A correção das falhas de mercado, necessária para direcionar os resultados da atividade produtiva rumo ao desenvolvimento socioeconômico, enseja a estipulação de regras de conduta que coordenem as interações entre os agentes, desestimulando comportamentos prejudiciais à otimização do processo de produção e à distribuição da renda. A regulação não apenas previne e repara possíveis danos ocasionados pelo mercado, mas, precipuamente, legitima sua atuação enquanto sistema econômico de organização do processo produtivo, definindo objetivos sociais que ele deve auxiliar a concretizar e fornecendo instrumentos, como o direito de propriedade e os contratos, indispensáveis ao intercâmbio mercantil.

1.1.4 Regulação do mercado: direito de propriedade e contratos

A abordagem econômica, até o momento empreendida, esteve alicerçada sobre os princípios da Teoria Neoclássica, para a qual compete exclusivamente ao sistema de preços o papel de equilibrar as forças de oferta e demanda no mercado, coordenando as decisões de consumo e produção dos agentes e induzindo a alocação de recursos. A performance ótima do sistema econômico, para esta teoria, assume a forma do modelo de concorrência perfeita, em que os preços de equilíbrio, determinados num mercado atomizado, de livre trânsito de agentes, compatibilizam maximização de utilidades dos consumidores com maximização dos lucros das empresas. Todavia, a análise neoclássica divorcia-se da realidade concreta por não considerar as características institucionais do processo de trocas, desprezando as diferentes estruturas de custos envolvidas numa transação no mercado, principalmente as decorrentes do ambiente normativo no qual os agentes econômicos atuam.

As atividades desenvolvidas pelos agentes econômicos no mercado, embora resultem de escolhas individuais auto-interessadas, ocorrem sob padrões de comportamento e entendimento impostos pela sociedade, para coordenar os esforços no provimento das necessidades humanas. As interações de oferta e demanda não podem ser equiparadas à exatidão matemática de forças físicas, uma vez que aquelas se organizam por intermédio de instituições, no interior de uma estrutura social. A estipulação dos preços não advém de um mecanismo impessoal e objetivo, mas da institucionalidade inerente ao funcionamento do mercado, compreendendo-se como instituição o conjunto formado por regras escritas, códigos de conduta, organizações e hábitos utilizado para ordenar o processo produtivo (KERSTENETZKY, 1995, p. 8-29).

As conjunturas política e regulatória da sociedade devem ser convenientemente consideradas na compreensão do intercâmbio mercantil, pois condicionam oferta e demanda de insumos e produtos, afetando a circulação da renda entre os agentes econômicos. As falhas de mercado evidenciam também a existência de falhas institucionais, representadas pela interferência das instituições formais e informais sobre a atividade produtiva, que dificultam a concretização das condições para se alcançar os resultados da concorrência perfeita. As regras de conduta estipuladas para modelar as relações intersubjetivas na sociedade geram impactos econômicos sobre a distribuição e a alocação dos recursos, atuando como um mecanismo de incentivos para as decisões dos agentes no mercado, que influencia significativamente o processo de produção.

O encontro de parceiros no mercado para a realização das trocas econômicas, a condução das negociações até a confecção de um contrato e o monitoramento de seu cumprimento não ocorrem sem custos, contrariando os neoclássicos, o que desperta a atenção para a adequada manipulação do instrumental jurídico na formação dos preços de bens e serviços. A ingerência do Direito sobre o ambiente institucional pode ser observada através da atuação do aparato legislativo, em especial dos direitos contratuais e de propriedade, na redução dos custos incorridos para a realização das transações no mercado, evitando-se a elevação dos preços de bens de consumo e de capital. A análise do Direito enquanto mecanismo que aloca incentivos e responsabilidades dentro do sistema econômico passou a figurar como preocupação central de uma corrente acadêmica de juristas e economistas interessados na aproximação de seus estudos, culminando com a criação da teoria denominada *Law and Economics* (Direito e Economia)⁶.

Os alicerces teóricos de Direito e Economia, caracterizados pela interface entre as duas áreas do conhecimento na compreensão dos comportamentos em sociedade, residem no emprego de métodos econômicos para a resolução de questões legais, bem como na observação dos impactos do ordenamento jurídico sobre o desenvolvimento da atividade econômica. A análise econômica positiva aplicada ao Direito prediz a reação dos agentes econômicos diante de alterações nas leis e na sua aplicação; já a análise econômica normativa propõe recomendações de políticas e de regras legais considerando suas conseqüências econômicas. A eficiência emerge como o principal critério econômico, empregado por esta teoria, para avaliar o funcionamento do sistema jurídico, orientando a aplicação de regras de forma a melhorar as condições de um indivíduo sem prejudicar os demais (*eficiência de Pareto*), ou a aumentar o excedente total de benefícios, possibilitando a transferência de parte dele aos prejudicados pela regulação (*eficiência de Kaldor-Hicks*) (PINHEIRO; SADDI, 2005, p.83-89).

O estudo do Direito sob a perspectiva da Economia parte do fundamento de que os agentes econômicos agem de maneira racional, buscando maximizar sua utilidade, reagindo aos incentivos recebidos do ambiente onde vivem, sendo estes moldados pelas regras legais, que acabam influenciando as decisões de troca, produção, consumo e investimento. A maximização racional de utilidade implica dizer que os agentes econômicos violarão a lei ou

⁶ O diálogo entre Direito e Economia já era observado no século XVIII, com os estudos de Adam Smith e Jeremy Bentham, demonstrando a importância da análise multidisciplinar dos fatos sociais. Entretanto, somente a partir de 1960 que começa a se desenvolver a área de *Law and Economics*, em virtude dos trabalhos de Ronald H. Coase (*The Problem of Social Cost*), Richard Posner (*Economic Analysis of Law*), Guido Calabresi (*The Cost of Accidents*), além das contribuições de Henry Manne, George Stigler, Armen Alchian, Steven Medema, Oliver Williamson, entre outros (SZTAJN, 2005, p. 74).

os contratos, com o objetivo de aumentar sua satisfação líquida, quando perceberem benefícios superiores aos custos resultantes das multas contratuais, da perda de liberdade, ou do ostracismo social. Neste sentido, a eficiência se torna um critério básico para analisar a qualidade das normas legais e da sua aplicação, uma vez que estas, ao estabelecerem preços (recompensas e sanções pecuniárias) através de benefícios, multas ou privação da liberdade, são responsáveis pelo incentivo de condutas favoráveis ao progresso da sociedade ou pela contenção dos comportamentos nocivos (PINHEIRO; SADDI, 2005, p.89-91).

A avaliação econômica na formulação de normas jurídicas adota o método da escolha racional, que consiste em abordá-las como um sistema de prêmios e punições, indutor do agir humano, tão mais eficiente quanto mais incentive as pessoas a se comportarem da melhor maneira para se atender aos interesses sociais. A noção de racionalidade, utilizada pelos economistas, que pressupõe a estabilidade das preferências individuais durante certo período, não é estranha ao Direito, permeando o ordenamento jurídico através das disciplinas da capacidade e da imputação. O comportamento segundo o homem médio, o bom pai de família, demonstra a opção racional pelos padrões sociais ou institucionais aprovados, temendo as punições impostas pelas normas legais ou socialmente aceitas, o que reforça a possibilidade de associar Direito e Economia, mesmo no plano metodológico:

Por que, então, não associar eficácia à eficiência na produção de normas jurídicas? Eficácia como aptidão para produzir efeitos e eficiência como aptidão para atingir o melhor resultado com o mínimo de erros ou perdas, obter ou visar ao melhor rendimento, alcançar a função prevista de maneira a mais produtiva. Elas deveriam ser metas de qualquer sistema jurídico. A perda de recursos/esforços representa custo social, indesejável sob qualquer perspectiva que se empregue para avaliar os efeitos (SZTAJN, 2005, p. 81).

As valiosas contribuições à compreensão do sistema de mercado, oriundas da reciprocidade de influências entre Direito e Economia, enfatizam o papel das leis na alocação eficiente dos direitos de propriedade, minimizando os custos das trocas mercantis, e a função dos contratos na organização da produção, distribuindo riscos entre os agentes econômicos. A propriedade se configura como o direito de usar, gozar e dispor de bens, dentro de certos limites estabelecidos pelo ordenamento jurídico no interesse da sociedade, caracterizado pelo poder de excluir terceiros da apropriação ou da posse indevidas. A transferência da propriedade ocorre através da celebração de um contrato, conceituado, modernamente, como “[...] uma estrutura de conteúdo complexo e híbrido, com disposições voluntárias e compulsórias, nas quais a composição dos interesses reflete o antagonismo social entre as categorias a que pertencem os contratantes [...]”, sempre apresentando uma função econômica relacionada à circulação da riqueza (GOMES, 2000, p. 15).

Os *direitos de propriedade* sobre bens, indispensáveis para a realização das trocas mercantis, muitas vezes não se encontram perfeitamente definidos, exigindo gastos consideráveis com sua obtenção e defesa, o que desestimula os investimentos dos agentes, afetando a performance econômica e o desenvolvimento de mercados. A alocação dos recursos escassos ao uso que promova mais bem-estar depende, diretamente, da segurança e da boa definição dos direitos de propriedade, incluindo os direitos de venda e de transferência, pois evita a dissipação de rendas decorrente da competição entre os agentes econômicos pela sua apropriação. A regulação da propriedade estabelece no sistema jurídico uma estrutura de mercado para a alocação de recursos, na medida em que os mecanismos de garantia ao exercício dos direitos e de sanção à sua violação interferem na determinação do valor de troca dos bens: o desrespeito aos direitos de propriedade, somado às incertezas causadas por decisões judiciais sobre eles, eleva os custos de protegê-los, reduz seu valor econômico e afeta a previsibilidade exigida para o eficiente desempenho do mercado (SZTAJN; ZYLBERSZTAJN; MUELLER, 2005, p. 84-101).

As relações de troca entre os agentes se desenvolvem, no sistema econômico, através da celebração de *contratos*, instrumentos utilizados na redução dos custos associados aos riscos futuros de ruptura das promessas, estabelecendo padrões de comportamento voltados à coordenação das ações individuais para a realização de ganhos coletivos, o que permite planejamento de longo prazo e esforços conjuntos de produção. As limitações cognitivas das pessoas, a assimetria das informações e os gastos com o recurso ao Judiciário ressaltam que o desenho dos contratos, com a finalidade de evitar o descumprimento das promessas nele contidas, mas diante da impossibilidade de prever todas as adversidades durante sua execução, corresponde a um dos principais fundamentos do custo das interações humanas, interferindo no desenvolvimento econômico e no desempenho das empresas. A inadimplência acaba sendo vista como uma alternativa de se incorrer em perdas menores, em face do cumprimento do contrato, competindo às regras legais, à capacidade de coerção dos tribunais e aos mecanismos privados de salvaguardas o estabelecimento das penalidades adequadas ao respeito do acordado, na forma de imposição de multas e lucros cessantes, que agem como preços no incentivo da cooperação eficiente entre os contratantes (SZTAJN; ZYLBERSZTAJN; AZEVEDO, 2005, p. 102-136).

O ordenamento jurídico atua sobre a atividade produtiva, por intermédio da política econômica, protegendo os direitos de propriedade privados, estabelecendo as regras para a negociação desses direitos através dos contratos, definindo as regras de circulação dos agentes pelos mercados, promovendo a competição e regulando a conduta das empresas. A

considerável influência das leis e das decisões judiciais sobre a efetivação da política econômica pode ser observada nos estímulos pecuniários por elas gerados, em especial com os custos de proteção dos direitos de propriedade e de cumprimento dos contratos, o que explica a utilização do critério de eficiência para avaliar o funcionamento do aparelho regulatório na coordenação do processo produtivo rumo à maximização do bem-estar social. Entretanto, deve-se ponderar que a teoria de Direito e Economia, ao abordar o sistema jurídico sob a perspectiva da eficiência econômica, não defende ser este o único, ou mesmo o principal, critério a ser empregado, embora auxilie na compreensão dos custos de se adotar outro critério.

A pesquisa econômica sobre as normas jurídicas, pressupondo que os agentes autônomos articulam socialmente seus interesses individuais através do mercado, avalia os impactos por elas exercidos na alocação de recursos, sendo benéficas ao induzirem formas de comportamento conducentes à eficiência de Pareto. Alguns estudos econômicos, utilizando apenas o ponto de vista da geração de riquezas, abordam a norma como interferência num equilíbrio de mercado eficiente, enquanto outros examinam situações nas quais ela seja capaz de corrigir as falhas de mercado, restabelecendo a eficiência. Todavia, como os ajustes do sistema de preços não são instantâneos, choques temporários expressos em flutuações abruptas no valor da riqueza e da renda promovem tensões sociais traumáticas, legitimando a intervenção do legislador no processo natural que levaria o mercado ao equilíbrio de longo prazo: neste caso, o pensamento econômico não se encontra preparado para enfrentar a produção normativa, pois sua emergência é intrinsecamente valorativa, suscitada por imperativos que revelam o fundamento moral da sociedade, pertencendo ao campo da pesquisa em Direito, capaz de esclarecer os determinantes de normas não compreendidos pela racionalidade econômica (ARIDA, 2005, p. 60-70).

O estudo do ordenamento jurídico, desenvolvido pela pesquisa em Direito, parte da observação básica de que toda regra visa a um valor, estabelecido através da reunião dos indivíduos em sociedade para conjugar esforços e distribuir tarefas em busca de melhores condições de sobrevivência. O Direito se origina no interior da sociedade e dela recebe a incumbência de resguardar os valores conducentes à comunhão de seus membros, como a solidariedade social e a dignidade da pessoa humana, principalmente no exercício da atividade econômica, por meio da qual a coletividade provê sua subsistência. Sendo assim, a manutenção da coesão social ocorre com a implementação de um conjunto de regras que, antes de gerar os estímulos pecuniários adequados ao eficiente funcionamento do mercado,

possui o objetivo de assegurar uma convivência harmônica e promover a justa distribuição dos resultados do processo produtivo.

A edificação de um aparato legislativo, exclusivamente, sobre a eficiência econômica, desprovida de preocupações com os anseios coletivos de justiça e de fraternidade, se apresenta insuficiente para impedir a formação de monopólios e a presença de externalidades, o que possibilita, conseqüentemente, distorções nos preços e deformações dos mercados. O reconhecimento jurídico da liberdade contratual, da autonomia da vontade, do direito de propriedade e da limitação da ação econômica estatal não evita a ocorrência de falhas de mercado que, por sua vez, promovem a concentração da renda e geram níveis de produção distantes dos socialmente desejáveis. A análise dos instrumentos normativos não pode se ater apenas aos custos econômicos por eles gerados, devendo considerar, fundamentalmente, sua adequação à finalidade de resguardar os nexos de pertinência e solidariedade, necessários à manutenção da ordem democrática e ao próprio funcionamento do processo de produção, impedindo a ruptura do acordo moral básico, constitutivo da sociedade, ameaçado pelos desvios praticados através do mercado.

O Direito deve se apropriar do mercado, gerando estabilidade e previsibilidade das operações econômicas, fundamentais para a expansão da atividade mercantil, com o propósito de empregar seus benefícios em favor do desenvolvimento da sociedade. A consolidação do mercado como um instituto jurídico, inserido no ordenamento estatal, ressalta seu dever de colaborar com a promoção do bem comum, almejado pela união social, através da coordenação da atividade econômica. Entretanto, a adoção do mercado como mecanismo alocativo dominante advém de uma escolha consciente, de uma decisão política do Estado e, em razão disto, seus contornos são delimitados em conformidade com os interesses dominantes, em determinados contextos históricos:

Esta consciência incita, então, a configurar o mercado como *locus artificialis*, que a lei constrói e governa, orienta e controla. Não há mercado fora da decisão política e da escolha legislativa; também o abandono dos negócios ao puro jogo dos interesses individuais é uma decisão e uma escolha. Revela-se, assim, a intrínseca *politicidade* do mercado, que a lei pode modelar e definir segundo princípios diversos: ora prezando a discricção, ora a absoluta e geral visibilidade; ora exaltando a autonomia e a responsabilidade dos negócios, ora, ao contrário, tutelando os incautos e os imprudentes. Estes, e outros princípios, que se poderia indicar, determinam a fisionomia do mercado, de modo que *tantos são os modelos ou tipos de mercado quantas as concebíveis leis reguladoras* (IRTI, 1997, p. 186, tradução nossa, grifo do autor).

O processo de confecção das leis se constitui no debate político em que os afetados pela norma discutem sua elaboração, impondo a aplicação de regras emanadas do consenso expresso pela vontade geral da sociedade. A criação da estrutura convencional de

interação humana, concebida como mercado, resulta de opção legislativa, que reconhece na eficiência econômica dele esperada, um importante auxílio na melhoria da qualidade de vida das pessoas. O mercado pode ser compreendido, então, como uma instituição definida mediante um conjunto de regras modeladas de acordo com os interesses dos membros da sociedade, seja como participantes do mesmo, ou na qualidade de cidadãos de uma comunidade política que o elegeu como forma principal de decisão e interação econômica:

[...] as regras de muitos mercados (ou a ausência delas) permitem situações moralmente repugnantes, como o espetáculo de crianças trabalhando até o esgotamento em troca de um salário miserável; ou politicamente recusáveis, como o sacrifício de milhões de pessoas no altar dos índices macroeconômicos. Estas coisas acontecem enquanto nos mercados bursáteis as <<normas de conduta>> e os controles administrativos se multiplicam para permitir um jogo limpo que permita iguais oportunidades para todos. Os mercados são, como se vê, o que queremos fazer deles: um instrumento para o bem-estar e a liberdade, ou um meio refinado para a imoralidade e o sofrimento. [...] (GÓMEZ, 1999, p. 431, tradução nossa, destaque do autor).

A regulação do mercado pautada na prevalência dos critérios de eficiência e produtividade, sobrepostos aos princípios éticos fundadores da idéia de comunidade, resulta de perigosa decisão política, pois leva à monetarização das relações intersubjetivas, convertendo os vínculos sociais em alternativas de otimização de resultados econômicos. A opção pela observância do ordenamento jurídico, na condução do comportamento humano, passa a refletir, neste caso, não mais o sentimento de civilidade, mas a estratégia de redução de custos que maior satisfação individual possa trazer, independentemente dos prejuízos ocasionados à sociedade, com a decisão de violar direitos. Diante disto, evidencia-se a necessidade de cautela na utilização de critérios econômicos, para orientar condutas, competindo ao ordenamento jurídico, na organização da produção das sociedades capitalistas, implementar o sistema de mercado e contribuir para ele alcançar a eficiência econômica, sem, contudo, permitir que, em nome dela, os vínculos sociais sejam alvejados por falhas, tais como externalidades, poder de mercado e concentração da riqueza:

Neste contexto o Direito é utilizado como um instrumento destinado a impor imperativos sociais e políticos sobre a economia (privada). Assume uma função “substantiva”, finalística. Torna-se voltado a metas, de forma a viabilizar a democracia também na economia, para uma melhor alocação dos recursos, para uma distribuição de renda mais justa, e por uma proteção dos socialmente fracos e discriminados [...] (REICH, 1990, p. 265, destaque do autor).

A realização da eficiência econômica pelo mercado, gerando o máximo nível de produtividade e, portanto, de satisfação de necessidades, depende da coesão dos vínculos sociais assegurada pela proteção legal dos valores comunitários. As distorções causadas pela decisão política de se adotar a eficiência econômica, como único objetivo a ser perseguido pela atividade produtiva, incitam comportamentos oportunistas que, baseados no

individualismo possessivo, redundam em falhas de mercado. A tutela jurídica de valores sociais, como solidariedade e dignidade, se apresenta, então, indispensável para a eficiência econômica do mercado, uma vez que, desestimula condutas prejudiciais aos resultados da concorrência perfeita, combate a distribuição desigual da renda, evita tensões coletivas e, conseqüentemente, impede a fragmentação da sociedade, no interior da qual a atividade produtiva se desenvolve.

1.2 Regime de produção empresarial

O abandono da auto-suficiência na satisfação das necessidades humanas ocorre com o surgimento do mercado, que possibilita o desenvolvimento das forças produtivas através da divisão e da especialização do trabalho. A proliferação de atividades, cada vez mais específicas, distribuídas entre uma multiplicidade de agentes, acarretou o alargamento do mercado e, com isso, emergiram problemas para sua exploração, oriundos do aumento das distâncias, das limitações ao acesso de informações e das dificuldades em reunir compradores e vendedores. A solução destas questões suscitadas pela ampliação do mercado se encontra na criação de uma unidade produtiva, denominada empresa, que desempenha a função de organizar mão-de-obra e insumos sob uma direção unitária, racionalizando o processo de confecção e de distribuição de bens e serviços.

A atividade empresarial representa o estágio atual de evolução dos regimes produtivos, caracterizado pela propriedade privada dos fatores, livremente contratados para a elaboração de bens e serviços, que abastecerão o mercado de acordo com a incidência das forças de oferta e demanda sobre os preços. A expansão do mercado esclarece a sucessão dos regimes de produção, evidenciando o papel das empresas como intermediárias especializadas na redução de riscos referentes à adequação dos produtos aos seus usuários, uma vez que a complexidade e o volume das relações de troca inviabilizam o contato direto entre produtores originais e consumidores finais. A internacionalização do sistema de mercado tem exigido maiores requisitos de controle, administração e financiamento do processo produtivo, que somente podem ser alcançados

com maiores escalas técnicas de produção, propiciadas pelo crescimento da organização empresarial⁷.

A empresa se constitui no principal regime de produção do sistema econômico de mercado, responsável pela coordenação dos escassos recursos disponíveis, visando criar riquezas, bens ou utilidades, que atendam aos crescentes desejos das pessoas. A produção empresarial se desenvolve com a aplicação de tecnologias, empregando o conhecimento na transformação de insumos, para gerar bens mais úteis na forma, no espaço, na propriedade ou no tempo: a alteração da forma consiste na conversão das matérias-primas em produtos mais elaborados e, por isso, economicamente mais valiosos; o benefício da articulação do espaço na produção empresarial pode ser ressaltado com o deslocamento de produtos, no intuito de aproximá-los dos consumidores; a transferência da propriedade de bens para quem os valorize mais, pagando os preços de mercado, demonstra a eficiência distributiva da atividade empresarial; a rapidez com que bens e serviços são disponibilizados no mercado, respondendo à demanda da sociedade, destaca a habilidade das empresas na administração do tempo (BYRNS; STONE JR., 1996, p. 142-143).

O *regime de produção empresarial* consolidou sua eficiência, fundamentalmente, em razão das significativas vantagens comparativas que apresenta sobre as demais técnicas produtivas, otimizando a organização de recursos para confeccionar vastas quantidades de produtos a custos reduzidos. A unidade de produção empresarial se encarrega de racionalizar a combinação de suas disponibilidades de terra, trabalho e capital, com a utilização de uma tecnologia que permita, concomitantemente, a obtenção da máxima quantidade de produtos possível e a minimização de gastos. As fortes pressões exercidas sobre os preços de mercado, pela concorrência entre os agentes, conduz as empresas à escolha do método técnica e economicamente mais eficiente, ou seja, aquele que, considerando a produtividade e os custos de diferentes alocações de fatores, resulte em maior quantidade de produtos e seja mais barato.

⁷ A sucessão de fases, no progresso histórico dos regimes de produção, se inicia com a *economia doméstica*, marcada pela ausência de trocas, pela atividade econômica auto-suficiente, circunscrita ao âmbito de cada família, e pelo trabalho escravo. A segunda fase, *economia urbana*, surge nos primórdios da Idade Média, com a fixação do artesão ambulante num estabelecimento, possibilitando a realização de trocas, evoluindo para a autodisciplina hierárquica das corporações de ofício, com divisão e especialização do trabalho. O terceiro período, *economia nacional*, precursor da produção empresarial, demonstra a decadência das corporações de ofício no século XVI, engessadas no rigor de seus regulamentos, e a criação das manufaturas, que reuniram os trabalhadores no mesmo local para sobre eles serem exercidos os controles técnico e econômico. O quarto período, *economia mundial*, exhibe o enfraquecimento do monopólio concedido às manufaturas pelos Estados Nacionais e a generalização da empresa, a partir do século XIX, como regime de produção dominante na maioria dos países (ANTUNES, 1964, p. 37-55).

As decisões empresariais encontram-se grandemente condicionadas pela análise dos custos de produção, pois ela permite avaliar desde a técnica de utilização dos recursos, verificando sua pertinência aos objetivos econômicos almejados no exercício da atividade produtiva, até o volume de produtos que devem ser lançados no mercado. Os custos do processo produtivo, no curto prazo, dependem do ajustamento apenas dos fatores que variam com a quantidade produzida, destacando-se a facilidade de alteração do trabalho; já no longo prazo, não existem fatores fixos, havendo a possibilidade de se modificar a quantidade de qualquer deles, de acordo com o interesse da empresa em entrar ou sair de determinado mercado, expandindo ou contraindo suas operações conforme se mostrem ou não lucrativas. Os avanços tecnológicos exercem influência significativa na redução dos custos da produção empresarial, promovendo melhoramentos dos recursos não-humanos, como a criação de novos equipamentos mais produtivos, ou elaborando técnicas mais eficientes de combinação de insumos.

O objetivo de qualquer empresa, independentemente de sua natureza pública ou privada, consiste em cobrir os gastos incorridos no desenvolvimento da atividade econômica com os ingressos por ela gerados, o que se denomina *equilíbrio financeiro*. As empresas privadas, particularmente, perseguem o lucro no exercício da atividade produtiva, compreendido como a diferença entre as receitas advindas da venda de produtos e os custos econômicos da produção, compostos pelos gastos de dinheiro e pelos custos de oportunidade dos recursos. O lucro, finalidade típica das empresas privadas, desempenha relevante tarefa no crescimento econômico das sociedades capitalistas, pelos seguintes motivos: remunera os agentes que suportam os riscos associados à organização da produção; estimula a inovação, incentivando a introdução de novos produtos e novas técnicas; representa uma fonte de fundos para o investimento, financiando a expansão e a modernização das empresas; funciona como um indicador para os potenciais investidores, fundamental na determinação da afetação dos fatores produtivos (STANLAKE, 1993, p. 428-429).

A implantação de uma empresa requer exame cuidadoso das condições existentes no mercado em que se pretende atuar, averiguando a intensidade da concorrência, o comportamento dos consumidores, a estimativa de variações futuras na demanda e o local mais adequado para a instalação da planta. A inserção de uma unidade de produção empresarial no mercado provoca impactos no sistema econômico, oriundos do surgimento de novas relações travadas com fornecedores de insumos, da escolha de alternativas técnicas de produção geradoras de postos de trabalho, dos efeitos de importações e exportações sobre o balanço de pagamentos do país e da atuação do sistema financeiro na capitalização da

empresa. Entretanto, a criação de empresas não deve ser analisada unicamente através do escopo lucrativo, sendo crucial a utilização de critérios sociais que se ocupem da interferência da atividade econômica no nível de emprego, na distribuição de renda e na qualidade do meio ambiente (CANO, 1998, p. 185-222).

As empresas são responsáveis pela produção de grande parte do total de bens e serviços existentes nas atuais sociedades, buscando organizar eficientemente os fatores produtivos para que as necessidades humanas sejam satisfeitas no mercado. A unidade de produção empresarial também realiza a distribuição de rendimentos no sistema econômico, pagando aluguéis pela utilização da terra, salários aos trabalhadores, juros ao capital e tributos ao setor público, reservando parte dos lucros, advindos da venda de seus produtos, para engendrar um novo ciclo produtivo. A organização empresarial se constitui no fenômeno social que mais condiciona a existência cotidiana nas sociedades contemporâneas, pois além de estabelecer diariamente relações de consumo com diversas pessoas no mercado, nela trabalha a maior parcela da população, que retira do sucesso do empreendimento sua subsistência.

1.2.1 Organização dos fatores de produção e redução dos custos de transação

A representação neoclássica da empresa, que corresponde à unidade de um sistema de determinação de preços e alocação de recursos, responsável pela *organização dos fatores de produção*, com o objetivo de maximizar os lucros, simplifica a realidade das interações econômicas, negando relevância prática à interferência das instituições. Nesta perspectiva, ao serem desconsiderados os custos de contratação e coordenação dos fatores, a empresa se configura apenas como a tecnologia empregada para transformar terra, trabalho e capital em bens e serviços, se equiparando a uma função de produção. A concepção neoclássica se demonstra, então, pouco útil na descrição do exercício da atividade empresarial, na medida em que, pressupondo as condições da concorrência perfeita, dificilmente encontradas na dinâmica dos mercados, despreza os gastos associados com negociações e conclusão de contratos, conhecidos como custos de transação, indispensáveis no cálculo das melhores alternativas para a concretização do intercâmbio mercantil.

A introdução dos *custos de transação* na análise econômica das relações humanas constitui o fundamento da Teoria Neo-Institucionalista, alcançando o movimento de Direito e Economia através do estudo das instituições. Uma única definição do que se entende por

custos de transação ainda não foi elaborada, encontrando-se variadas acepções do termo, formuladas no intuito de destacar a presença de gastos com transferência, captura e proteção de direitos de propriedade sobre ativos econômicos. Os custos de transação podem ser compreendidos, no entanto, como os dispêndios incorridos na realização de atividades necessárias para viabilizar as trocas econômicas: na atividade de busca por informações sobre preços e qualidade de mercadorias e fatores produtivos, assim como sobre o comportamento de agentes econômicos; na atividade de negociação, determinando intenções e limites de compradores e vendedores; na atividade de realização e formalização de contratos, observando as normas legais; na atividade de monitoramento de parceiros contratuais, verificando o cumprimento das obrigações; na atividade de aplicação correta do contrato, bem como de cobrança de indenizações por prejuízos às partes faltantes (PINHEIRO; SADDI, 2005, p.61-62).

A existência de custos de transação decorre dos efeitos gerados por formas organizacionais e instituições do ambiente social sobre as atividades de produção e troca, afetando decisivamente a performance econômica, como demonstrou Ronald Coase, em seu artigo *The nature of the firm*, de 1937. O *Teorema de Coase* discute um mundo hipotético sem custos de transação, semelhante ao pressuposto neoclássico, não havendo influência das instituições no desempenho econômico, o que permite aos agentes negociarem direitos, alocando-os de modo eficiente, independentemente da sua distribuição inicial. Todavia, o desenvolvimento teórico de Ronald Coase tem a finalidade de criticar a análise econômica ortodoxa, enfatizando a presença de custos de transação positivos, no mundo real, e a importância da adequada articulação de instituições, como o mercado, e de organizações, como a empresa, para reduzi-los (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 1-7).

A escolha da forma mais eficiente de organização das relações econômicas, diante das opções mercado e empresa, depende da comparação entre alternativas mais baratas, que apresentem o menor custo de transação. Seguindo esta lição de Ronald Case, a preocupação de Oliver Williamson foi explicar como se pode alcançar o objetivo de reduzir custos do processo produtivo através do alinhamento das interações econômicas com as formas de governança menos dispendiosas, recorrendo-se à análise das características das transações, bem como aos pressupostos comportamentais de racionalidade limitada e oportunismo. A contribuição de Oliver Williamson reside na demonstração do papel das organizações na minimização dos custos de transação, ao internalizarem operações que, se realizadas no mercado, apresentariam elevado grau de risco de interrupção prematura, em decorrência de investimentos em ativos específicos (ZYLBERSZTAJN; SZTAJN, 2005, p. 8-13).

O relaxamento das suposições neoclássicas de racionalidade ilimitada, de respeito às regras do mercado e de transferência de capital com custo zero, foi promovido por Oliver Williamson, objetivando verificar o impacto dos custos de transação no processo produtivo. As pessoas enfrentam restrições cognitivas para maximizarem sua utilidade, impostas pela capacidade de absorver e processar informações, caracterizando a *racionalidade limitada* na tomada de decisões. O comportamento humano se destaca pelo *oportunismo* na busca do interesse próprio, o que significa a adoção de práticas desonestas, como mentir e trapacear, abrangendo até mesmo a violação das regras do mercado, com o fim de auferir maiores benefícios econômicos. A *transferência de capital entre atividades envolve custos*, principalmente, se ele estiver incorporado em ativo desenvolvido para se amoldar a uma transação específica, havendo perda de produtividade com seu deslocamento (PINHEIRO; SADDI, 2005, p.64-65).

Algumas transações, ao exigirem grandes gastos de estruturação, somente podem ser concretizadas com a realização de investimentos em ativos específicos que, por sua vez, acabam embutindo um risco adicional para o agente investidor, relacionado com a ruptura antecipada da relação econômica e a conseqüente perda do valor investido. A condição de racionalidade limitada impede a previsão de todas as contingências futuras da relação econômica, fazendo com que as partes, mesmo desejando a plena proteção contra eventualidades no curso da transação, sendo mais avessa ao risco a responsável pelo investimento no ativo específico, sempre estabeleçam contratos incompletos. O surgimento de uma situação não prevista no contrato deixa mais vulnerável a parte que realizou o investimento no ativo específico, pois o oportunismo da contraparte, conhecedora da pouca flexibilidade na realocação da grande quantidade de capital investida, a leva a redefinir os termos da barganha a seu favor, com a ameaça de interromper a relação contratual⁸.

A diferença nos atributos das várias relações mercantis, em especial no emprego de tecnologias com uso genérico ou específico para produzir determinado bem, justifica adaptá-las às estruturas de governança mais adequadas, segundo critério de economia em custos de transação. As transações que adotam a tecnologia de uso genérico, embora possuam

⁸ Oliver Williamson (2005, p. 34) descreve, então, a Teoria da Empresa como forma de governança, alterando as suposições neoclássicas para esclarecer como ela funciona: “[...] trabalha (1) a partir do cenário de contratos incompletos (racionalidade limitada) no qual (2) acidentes ocorrem entre partes bilateralmente dependentes (ativos específicos) quando são (3) afastados da curva de contrato por desequilíbrios (incerteza), conseqüentemente (4) as partes são levadas a barganhar (oportunismo). Tais transações motivam (5) atores precavidos a evitar conflitos e (6) promover adaptação cooperativa, via introdução da transação ou em contratação com mecanismo de credibilidade ou em estruturas de governança hierárquica, em que (7) as alternativas diferem em estrutura, das quais (8) os custos burocráticos comparativos e o acesso diferencial ao uso da hierarquia são exemplos.”

custos de produção mais elevados, apresentam um risco quase nulo de perdas contratuais, em razão da facilidade de realocar o capital para outros empreendimentos, sendo suficiente o recurso à adaptação autônoma em um mercado competitivo como estrutura de governança mais adequada. A utilização de tecnologias especializadas aumenta consideravelmente o risco de perdas contratuais, quanto mais específico for o ativo empregado, uma vez que a interrupção prematura da transação sacrifica o valor investido, incentivando as partes a estabelecerem salvaguardas para garantir a continuidade do contrato, coordenando suas atividades através da adaptação cooperativa em acordos de credibilidade ou na hierarquia de uma empresa (WILLIAMSON, 2005, p. 34-36).

As transações realizadas em condições de ausência de dependência entre as partes, com risco reduzido de perdas contratuais por não envolverem ativos específicos, possuem seus preços definidos competitivamente no mercado e acesso à justiça para arbitrar sobre os danos, em caso de quebra do contrato. O emprego de investimentos especializados, mais produtivos se comparados aos de uso genérico, envolve riscos contratuais, que se acentuam com a ausência de provimentos de salvaguardas, refletindo no aumento dos preços dos produtos, como forma de precaução dos agentes econômicos pela exposição do ativo específico. A provisão de suporte contratual adicional para resguardar os significativos investimentos especializados pode ocorrer na forma de salvaguardas ou de propriedade unificada, interferindo nos preços de comercialização dos produtos, que se reduzem em decorrência da maior produtividade gerada pelos ativos específicos e da segurança proporcionada pela proteção da continuidade da relação contratual (WILLIAMSON, 2005, p. 36-37).

A persistência de quebras contratuais, mesmo diante dos melhores esforços bilaterais para desenhar salvaguardas, remete à possibilidade de remover a transação do mercado e organizá-la internamente na forma de integração vertical. Todavia, a organização interna da transação removida do mercado acarreta custos burocráticos, transformando esta estrutura de governança na última opção de coordenação da atividade econômica a ser adotada pelos agentes, quando o mercado, primeira solução, e as formas híbridas (como as franquias), segunda alternativa, não forem capazes de evitar a interrupção antecipada da relação comercial. Sendo assim, a constituição de uma empresa advém da necessidade de anular o elevado risco de quebras contratuais, inerente à utilização de grande quantidade de ativos específicos, com a concentração dos investimentos em propriedade unificada, insuscetível aos efeitos oportunistas, pois a organização hierárquica controla todas as decisões associadas às transações (WILLIAMSON, 2005, p. 37).

A empresa se configura como uma alternativa de estrutura de governança, além do mercado e das formas híbridas, utilizada para coordenar a atividade produtiva, com a finalidade de proporcionar ganhos de eficiência, através da economia em custos de transação. O processo de internalização, vislumbrando realizar a operação dentro de uma mesma empresa, não se fundamenta apenas na organização dos fatores de produção, mas especialmente na redução de custos associados ao ambiente institucional onde ocorre a interação econômica. Diante disto, o levantamento dos gastos necessários à concretização de uma transação, obtido pela análise tanto de características econômicas, quanto institucionais, se constitui em conhecimento estratégico na elaboração de um plano para o financiamento das operações da empresa.

1.2.2 Financiamento das operações da empresa

A criação de uma empresa exige a mobilização inicial de recursos, para a aquisição de bens de capital, máquinas, equipamentos e insumos, que possibilitem a confecção e a venda de produtos no mercado. Entretanto, os recursos particulares de idealizadores de projetos se apresentam, geralmente, insuficientes para a implantação de uma nova empresa, impedindo a realização de muitos empreendimentos, que poderiam contribuir com o desenvolvimento da sociedade. O financiamento do ciclo produtivo também não pode depender apenas das receitas oriundas da comercialização de bens e serviços, pois somente serão recebidas depois de se incorrer nos custos de produção, o que enseja a busca de fontes alternativas de recursos.

A constituição de uma empresa se encontra limitada pelos recursos dos proprietários e pela capacidade de obterem crédito pessoal, sendo lenta a expansão de suas atividades, por se vincular fortemente à retenção de parte dos lucros advindos dos negócios (fonte interna). Sendo assim, o *financiamento das operações da empresa* requer a utilização de recursos de terceiros (fonte externa), através da canalização da poupança, compreendida como a parcela da renda não empregada no consumo, para o investimento em capital econômico, constituído pelos recursos físicos que materializam a produção. A intermediação entre poupadores e investidores, proporcionando fontes externas de recursos, ocorre no mercado financeiro, que pode ser dividido basicamente em mercado de crédito e em mercado de capitais, de acordo com os prazos das operações, com a forma de repasse dos recursos e com as características dos instrumentos financeiros.

O mercado de crédito se caracteriza pelo conjunto de agentes e de instrumentos financeiros relacionado com as operações de curto e médio prazos, que fornecem os recursos para o financiamento do capital de giro das empresas. Neste segmento do mercado financeiro, um intermediário, na maioria das vezes um banco comercial, adquire os recursos de diferentes poupadores, responsabilizando-se pelos valores depositados, e os repassa a uma empresa investidora, procedimento denominado financiamento indireto ou sistema de crédito. Os instrumentos financeiros do sistema de crédito são definidos como instrumentos de dívida, pois estipulam a obrigação fixa do tomador de pagar o aplicador, independentemente dos resultados de mercado obtidos pela empresa ou pelo projeto financiado (renda fixa) (ANDREZO; LIMA, 2002, p. 1-3; GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR., 2004, p. 173-175).

O mercado de capitais representa a divisão do mercado financeiro especializada em operações de prazos médio e longo, que disponibilizam recursos para os investimentos empresariais em capital fixo. O procedimento de financiamento direto, realizado neste mercado, consiste no repasse de recursos sem a participação de intermediário e, por isso, o próprio aplicador assume integralmente o risco de não ser pago pelo tomador. Os instrumentos de participação se configuram como os instrumentos financeiros do mercado de capitais, se distinguindo por estabelecerem que o poupador passa a compartilhar os resultados do negócio financiado, segundo o desempenho de mercado alcançado pela empresa tomadora (renda variável) (ANDREZO; LIMA, 2002, p. 1-3; GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR., 2004, p. 173-175).

O endividamento no mercado de crédito e a emissão de ações no mercado de capitais podem ser analisados como modos alternativos de governança que, de acordo com o critério de eficiência econômica, são empregados para financiar diferentes conjuntos de projetos. O financiamento através do sistema de crédito requer da empresa tomadora o pagamento de juros em intervalos regulares e a predefinição das condições de liquidez do negócio, pois a inadimplência pode resultar em liquidação antecipada da dívida, comprometendo a própria continuidade da atividade produtiva. Diante das adversidades do ambiente econômico, a empresa tomadora não recorrerá ao mercado de crédito para financiar investimentos especializados, na maioria das vezes associados ao capital fixo, devido ao elevado grau de risco a eles inerente, mas ativos de maior flexibilidade na sua reutilização, que apresentam retorno mais seguro dos recursos emprestados (WILLIAMSON, 2005, p. 43-44).

O menor custo de capital proporcionado pelo emprego de ativos genéricos acarreta elevação nos custos de produção, uma vez que os investimentos especializados apresentam maior produtividade. O mercado de capitais corresponde à alternativa de financiamento para os projetos que envolvem ativos específicos, distribuindo o risco do empreendimento entre aplicador dos recursos e empresa tomadora, a ela competindo decidir, nos limites do ordenamento jurídico, os prazos e as formas de pagamento de juros e dividendos, mais compatíveis com a maturação do investimento. Desta maneira, a aquisição de ações no mercado de capitais, ao conferir uma parte ideal da propriedade da empresa tomadora ao aplicador dos recursos, faz com que ele participe dos negócios empresariais, partilhando os resultados alcançados no mercado, sejam lucros ou prejuízos (WILLIAMSON, 2005, p. 44).

O setor público também desempenha um papel relevante no fornecimento de recursos para a atividade empresarial, criando sistemas de financiamento ao desenvolvimento produtivo, especialmente quando o mercado não oferece condições financeiras adequadas aos investimentos. A grande maioria dos Estados adota políticas econômicas comprometidas com a expansão da atividade produtiva, que se concretizam na destinação de recursos públicos aos investimentos empresariais, sob as formas de subsídios, de empréstimos e de isenções fiscais. Todavia, o principal apoio financeiro estatal consiste no financiamento de empreendimentos que exigem grande quantidade de capital e longo prazo de maturação, como a construção da infra-estrutura necessária à realização da produção (transporte, energia, educação), a industrialização de regiões carentes e o estímulo ao crescimento tecnológico e aos demais setores estratégicos.

A conjuntura econômica exerce considerável influência sobre os planos de inversão, interferindo diretamente no risco dos projetos e na capacidade de endividamento dos agentes, não podendo ser desprezada na análise do financiamento das operações empresariais. Os contextos de alta inflação ou de estabilidade, economia protegida ou aberta e crédito externo abundante ou racionado, afetam as decisões empresariais de retração ou expansão da capacidade produtiva, de desendividamento ou de alavancagem financeira e de investimentos de curto ou de longo prazo⁹. A

⁹ Um exemplo de interferência da conjuntura econômica na estrutura financeira das empresas pode ser encontrado no financiamento empresarial, entre as décadas de 1980 e de 1990, na economia brasileira: o contexto de alta inflação, economia protegida e racionamento do crédito externo (1981/1989) fez com que as empresas buscassem a retração da capacidade produtiva, o desendividamento e os investimentos de curto prazo. A sobreposição de reinserção financeira externa, abertura comercial e alta instabilidade (1990/1993) levou as empresas a reverterem a queda do grau de endividamento, a retomarem a expansão da capacidade produtiva e a realizarem investimentos de prazo mais longo. A combinação de economia aberta, crédito externo abundante e estabilização (1994/1998) conduziu o comportamento empresarial ao crescimento da alavancagem financeira, à expansão da capacidade produtiva e aos investimentos de longo prazo (PEREIRA, T., 2000, p. 89-126).

escolha do melhor esquema de financiamento para os investimentos das empresas sofre, então, as ingerências da dinâmica da institucionalidade financeira, composta pelos incentivos da política econômica do Estado e pela organização eficiente de mercados de crédito e de capitais, viabilizando a conversão da poupança em crescimento econômico.

1.2.3 Reconhecimento jurídico da empresa

O desenvolvimento evolutivo das comunidades sempre esteve associado à criação de instituições sociais, incumbidas de organizar os indivíduos sob um conjunto de regras, que coordenassem suas atividades econômicas, para otimizar a satisfação de necessidades humanas e a geração de riquezas. A implementação de um aparelho regulatório, adequado ao controle das tensões oriundas do convívio social, acompanha as exigências do regime produtivo vigente, refletindo as necessidades de cooperação entre os membros do grupo e de redução dos riscos de articular os fatores de produção. A regulação da atividade produtiva, através do *reconhecimento jurídico da empresa*, representa o estágio atual de ordenação das interações econômicas, seguindo o progresso histórico do próprio Direito Comercial.

A conjugação de esforços produtivos e a divisão do trabalho proporcionaram o crescimento das comunidades, aproximando-as, o que possibilitou o surgimento das primeiras relações pacíficas, entre partícipes de diferentes grupos sociais, abrangendo o escambo de produtos excedentes. A atividade comercial, desempenhada em épocas remotas, se encontrava regida pelos costumes dos negociantes, compreendidos como a reiteração de determinados comportamentos, que se sedimentavam em razão de promoverem a dinamicidade e a segurança do intercâmbio de mercadorias. Esta fase primitiva do Direito Comercial perdurou até a queda do Império Romano, onde preponderava a regulação costumeira do comércio terrestre, em decorrência do menosprezo da aristocracia romana pelas trocas econômicas, geralmente, exercidas por estrangeiros ou bárbaros, embora houvesse a *lex rhodia* para disciplinar o comércio marítimo no Mediterrâneo.

A Idade Média se inicia com importantes transformações econômicas e sociais, determinadas pelo esfacelamento do poder central de Roma e pela conseqüente atomização do domínio político, distribuído entre diversos centros dispersos, que se originavam sob a proteção militar dos castelos de senhores feudais ou do respeito religioso aos mosteiros. O comércio terrestre medieval se desenvolvia com a organização das feiras, pois os senhores feudais garantiam a segurança das relações econômicas nelas realizadas, atraindo caravanas

que, periodicamente, se deslocavam para ofertar seus produtos; o comércio marítimo continuava a ser intensamente praticado nos entrepostos do Mediterrâneo e do Mar do Norte. A diversidade de regras aplicáveis aos mesmos negócios, resultante da multiplicidade de jurisdições sob as quais cada feira se subordinava, representava significativo entrave à expansão do comércio, incentivando os mercadores a se reunirem em corporações, para estabelecerem um conjunto de normas costumeiras, uniformizando a regulação do intercâmbio.

O enfraquecimento da autoridade política feudal, fragmentada entre os senhores dos castelos e dos mosteiros, favoreceu o nascimento de cidades livres, onde os mercadores organizavam suas corporações de ofício, que disciplinavam as atividades mercantis. A regulação da atividade econômica, proclamada pelos estatutos das corporações, ao recolher usos e costumes, e ao criar tribunais de comércio, passou a se submeter a normas especiais, que originaram o Direito Comercial como ramo autônomo, em contraposição ao Direito Romano-Canônico, excessivamente formalista e solene. A origem remota dos mercados reside nas feiras medievais, ressaltando a indispensável presença de um conjunto de regras na constituição das estruturas econômicas, assim como das normas consuetudinárias dos mercadores, padronizando condutas para proteger os negócios e ordenar a concorrência, emergiram institutos e procedimentos, ainda subsistentes na sociedade moderna, que resultaram no surgimento do Direito Comercial.

O controle exercido pelas corporações de ofício, dificultando a atuação de artífices ou artesãos não vinculados a algum mestre do regime corporativo, consistia na imposição de barreiras à entrada, restringindo a liberdade de ofertar mercadorias, que configurava reserva de mercado. Na segunda metade do século XVIII, as práticas inspiradas no regime das corporações sucumbiram diante do ideário liberal burguês, que propugnava o princípio da igualdade formal perante a lei, combatendo a existência de um direito especial aplicado, exclusivamente, a uma classe de pessoas. O advento da Revolução Francesa, em 1789, marcou uma mudança de concepção no Direito Comercial, que deixou de ser um sistema jurídico dos comerciantes, convertendo-se na disciplina especial de certos atos, caracterizados pela comercialidade, atendendo ao interesse do Estado em intervir nas relações privadas.

O Código Comercial francês de 1807 pretendeu estender a todos os cidadãos, indistintamente, a disciplina dos *atos de comércio*, buscando assegurar a plena liberdade no exercício da atividade econômica, com a extinção da reserva de mercado e de demais privilégios estabelecidos pelas corporações de ofício em benefício de seus membros. A

qualificação de determinados atos jurídicos como atos de comércio deriva de disposição legal, fazendo incidir regras especiais sobre qualquer pessoa que os pratique, independentemente, do exercício, de forma profissional, da intermediação na troca de mercadorias e serviços. Entretanto, embora o legislador francês de 1807 tenha conceituado comerciante, como sendo aquele que exerce atos de comércio e deles faz sua profissão habitual, não apresentou uma definição para esta categoria de atos, limitando-se a enumerá-los, para fins de atribuição da competência dos tribunais de comércio.

A Lei 556, de 25 de junho de 1850, que promulgou o Código Comercial brasileiro, através de seu complemento, o Decreto (Regulamento) nº 737, de 25 de novembro do mesmo ano, seguiu a influência do Código Napoleônico, adotando a técnica enumerativa dos atos de comércio. Estes dois últimos diplomas arrolaram, dentre as diversas manifestações de atividades econômicas pertencentes ao elenco legal dos atos de comércio, as empresas de fábricas, de comissões, de depósitos, de expedição, consignação e transporte de mercadorias e de espetáculos públicos (artigo 632, do Código Comercial francês de 1807; artigo 19, § 3º, do Regulamento nº 737 de 1850). Sendo assim, a primeira manifestação da empresa no direito positivo ocorreu como um simples ato de comércio, inadequado para abranger o complexo de operações contínuas, que constitui a organização empresarial dos fatores de produção.

A empresa emergiu, na realidade social, como um instrumento de implementação dos processos econômicos originados pela Revolução Industrial do século XIX, que representou um conjunto de transformações oriundas da exploração de novas fontes de energia, com marco inicial na invenção da máquina a vapor e de seu emprego em grande escala. A industrialização acarretou profundas alterações no exercício da atividade econômica, ao substituir as concepções artesanais vigorantes, desenvolvidas através da fabricação manual e personalíssima, pela estruturação da produção em massa, com larga utilização de máquinas, conferindo impessoalidade e padronização ao processo produtivo. O desenvolvimento do mercado, proporcionado pelas liberdades de iniciativa e de concorrência, asseguradas com a eliminação das corporações de ofício, ampliou os riscos da atividade produtiva, exigindo eficiência econômica na confecção de bens e serviços, obtida com a racionalização da organização empresarial (JUSTEN FILHO, 1998, p. 110).

A produção industrial se desdobra em diversas atividades, demandando volume crescente de capital fixo, para contratar fatores produtivos e realizar empreendimentos, o que enseja a realização de investimentos sempre maiores e de mais longa maturação, como condição de constituição da empresa. O desempenho massivo da atividade econômica profissional, com a elaboração de produtos homogêneos, em larga escala, reflete na geração

de atos jurídicos em grande quantidade, reclamando o ajustamento do corpo legislativo à coordenação da produção empresarial. Todavia, a disciplina jurídica permaneceu inalterada, sendo mantidas as instituições reguladoras, que eram aplicadas ao comerciante medieval, recolhidas pelas Ordenações de Colbert sobre o Comércio de Terra e sobre o Comércio de Mar e, adotadas, no sistema dos atos de comércio, pelo Código Napoleônico (LAMY FILHO, 2003, p. 12).

A impropriedade do regime estabelecido pelo legislador francês de 1807, que influenciou a codificação de diversos Estados, consistiu em sujeitar a atividade empresarial, configurada como a repetição seriada de negócios do mesmo gênero, de modo estável e continuado, à disciplina do ato de comércio, fundada na idéia de ação única, individuada e completa. A atividade se constitui em um conjunto de atos, seqüencialmente, articulados e unificados pela unicidade do escopo, que obedece a regime jurídico especial e autônomo, pois a nulidade de alguns deles não interfere nos efeitos jurídicos dela decorrentes. A regulação da produção em série, desenvolvida em economias industriais, para o atendimento do consumo em massa, reclama a aplicação de normas à empresa, que apresentem como suporte fático o exercício de atividade econômica organizada, abandonando o sistema fundado no ato de comércio (SZTAJN, 2004, p. 81-107).

A coordenação em escala dos fatores produtivos, padronizando a produção e a distribuição de bens e serviços, para ampliar as margens de lucratividade, advém da prática reiterada de atos funcionalmente ligados, na busca de finalidade unitária e permanente, o que corresponde ao exercício profissional de atividade econômica, estruturada na organização empresarial. Este processo de articulação das interações econômicas que, surgido a partir do capitalismo industrial, apresenta a empresa como a principal unidade produtiva do sistema de mercado, foi incorporado ao ordenamento jurídico, através do Código Civil italiano de 1942. O regime implementado pelo legislador italiano, não se olvidando de sua vinculação à ideologia fascista, buscou adequar os preceitos normativos à massificação do processo produtivo, promovida pela empresa, ao regular o exercício profissional de atividade econômica organizada, rompendo com a disciplina dos atos de comércio, até então presente no Código Comercial de 1882.

O sistema baseado na categoria jurídica do ato, desenvolvido para abarcar a fabricação manual e personalíssima do comerciante medieval, não se coadunava com a produção seriada de bens e serviços, determinada pela industrialização, exigindo uma disciplina da atividade, manifestada economicamente na empresa. O desencontro entre os institutos jurídicos tradicionais e as necessidades de uma economia massificada conduziu o

legislador brasileiro a reformar o regime legal da atividade produtiva, substituindo o sistema dos atos de comércio, presente no Código Comercial de 1850, pela regulação da empresa, internalizada no Código Civil de 2002 (Lei 10.406, de 10 de janeiro), a exemplo do modelo implantado na Itália em 1942. Entretanto, assim como uma definição legal do ato de comércio não foi concebida, também a empresa não recebeu uma conceituação jurídica unitária, aplicável uniformemente a todos os ramos do Direito, acarretando na ausência de uma disciplina autônoma das atividades econômicas, nos diplomas italiano e brasileiro.

A noção de empresa, esboçada no Código Civil italiano de 1942, deriva do conceito de empresário, presente no artigo 2.082, como aquele que exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços; assim também no artigo 966, do Código Civil brasileiro de 2002. A centralidade conferida à empresa, pelos legisladores italiano e brasileiro, contrasta com a inexistência de um regime próprio para a atividade econômica organizada, ocasionando esforços doutrinários focados no enquadramento da produção em larga escala aos institutos jurídicos tradicionais. Neste sentido, destacou-se a abordagem dos perfis da empresa, proposta por Alberto Asquini em 1943, que buscou decompor analiticamente o fenômeno empresarial, retratando suas diferentes dimensões através das categorias jurídicas já existentes nos ordenamentos romano-germânicos.

A compreensão da empresa como um fenômeno econômico poliédrico, que se manifesta juridicamente sob diferentes aspectos, de acordo com o peculiar elemento encarado pelo ordenamento, foi desenvolvida por Alberto Asquini (1996), na análise de quatro perfis distintos: subjetivo, funcional, objetivo e corporativo. O *perfil subjetivo* da empresa emerge da noção jurídica de *empresário*, como o sujeito de direito (pessoa física ou jurídica, privada ou pública) que exerce, profissionalmente (não ocasionalmente), em nome próprio (titulariza), uma atividade econômica organizada, para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. O *perfil funcional* da empresa corresponde à *atividade profissional do empresário*, composta por uma série de operações (fatos materiais e atos jurídicos) que se sucedem no tempo, resultando na organização de trabalho e de capital, com o objetivo de produzir ou distribuir bens e serviços no mercado. O *perfil objetivo* da empresa abarca o *estabelecimento*, entendido tanto na acepção de *patrimônio aziendale*, como o complexo de relações jurídicas heterogêneas (reais, obrigacionais, ativas ou passivas) desempenhadas pelo empresário, quanto na de *azienda res*, como o complexo de bens (materiais e imateriais, móveis e imóveis) utilizados para instrumentalizar o exercício da atividade empresarial. Finalmente, o *perfil corporativo* da empresa se projeta na idéia de *instituição*, no núcleo social organizado constituído pelas

relações hierárquicas entre empresário e empregados, disciplinadas por um ordenamento interno, em função de um fim econômico comum, alcançado mediante cooperação.

Os regimes jurídicos que seguiram o modelo italiano de 1942 e, conseqüentemente, a doutrina de Alberto Asquini, tendem a se aproveitar das disciplinas consolidadas nos ordenamentos sucedidos, como as relativas aos atos, aos sujeitos de direito e aos bens, perdendo a oportunidade de inovar na regulação da empresa, deixando de recepcioná-la como categoria normativa. O esquema dos diversos perfis da empresa, elaborado no intuito de inseri-la em um quadro normativo clássico, recolhendo do direito positivo o suporte jurídico para o fato econômico, precisa ser confrontado com as modernas discussões dos economistas sobre os motivos pelos quais se origina a organização empresarial, evoluindo-se na proposição de uma disciplina mais consentânea às exigências do tráfico negocial. Diante disto, importante contribuição dos estudos econômicos, em especial os de Ronald Coase, ao tratamento jurídico da atividade produtiva, consiste na análise da empresa como um instrumento, constituído por relações contratuais, criado para solucionar problemas impostos pelos mercados.

Os mercados se configuram como instituições socioeconômicas incumbidas de regular o intercâmbio, tornando eficiente a circulação da riqueza, entre os agentes, a partir de uma prévia atribuição de direitos de propriedade, resultante das normas jurídicas. Todavia, o equilíbrio de mercado sofre abalos constantes, muitos deles provocados por monopólios, oligopólios, concorrência monopolista, externalidades e assimetria informacional, o que afeta a eficiência das trocas econômicas, bem como a estabilidade na oferta de produtos e de fatores produtivos. As distorções nos preços e a incerteza quanto à disponibilidade de recursos da produção, causadas por operações especulativas e imperfeições do intercâmbio mercantil, elevam os custos das interações econômicas, conduzindo os agentes a estruturarem suas atividades em organizações, com a finalidade de evitar a dependência dos mercados.

A predisposição de bens e serviços, visando satisfazer a demanda da sociedade, requer o desenvolvimento perene e estável da atividade econômica, que não pode ser alcançado nas cambiantes condições de mercado, mas mediante a criação de empresas, para concatenar os fatores produtivos. Os recursos utilizados na produção permanecem na posse e no uso das empresas através de contratos de longa duração e execução continuada que, estimulando a cooperação entre os agentes, preservam as operações econômicas e reduzem a vulnerabilidade dos produtores, oriunda das instabilidades dos mercados. A organização de empresas se justifica, portanto, na necessidade de dominar os recursos da produção, com o

objetivo de manter a oferta continuada e reduzir custos de transação, em face de imperfeições ou falhas de mercado, que acarretam riscos não administráveis pelos particulares¹⁰.

A substituição do intercâmbio mercantil, pela realização da operação no interior da empresa, resulta da comparação entre os custos de atuar no mercado, procurando parceiros, barganhando, garantindo o adimplemento das obrigações, e os de internalizar a transação, para protegê-la de choques e instabilidades do ambiente econômico, através dos complexos de contratos, que determinam uma imputação e centralizam o comando da atividade produtiva na organização empresarial. O exercício da atividade econômica, coordenado na hierarquia das empresas, se aperfeiçoa na celebração de contratos, como os de trabalho ou prestação de serviços, de fornecimento de insumos, de financiamento, de venda ao consumidor ou distribuidor, assegurando a oferta estável de bens e serviços em mercados. Os feixes de contratos, funcionalmente articulados para o exercício da atividade econômica, reunindo os fatores produtivos e organizando as relações intra e interempresariais, com o objetivo de reduzir os riscos de mercado e minimizar custos de transação, constituem, na visão de Ronald Coase, o núcleo da empresa¹¹.

O confronto entre as teorias de Alberto Asquini e de Ronald Coase permitiria, segundo Rachel Sztajn (2004), uma nova formulação para a noção de empresa, que fornecesse um suporte jurídico mais adequado ao tratamento da atividade econômica. A produção seriada de bens e serviços, destinada ao consumo em massa, decorre do exercício da atividade econômica que, em regimes capitalistas, se organiza na hierarquia das empresas; desta forma, o perfil funcional da empresa prevaleceria na qualificação do instituto, merecendo disciplina autônoma, sendo os demais meros acessórios, necessários à concretização da atividade produtiva, podendo ser reunidos numa única manifestação. A organização das relações de

¹⁰ Rachel Sztajn (2004, p. 189), recorrendo à idéia de Ronald Coase, de que as empresas são feixes de contratos mediante os quais se organizam a produção e a distribuição de bens e serviços, esclarece a necessidade de criá-las para diminuir custos de contratação, advindos de imperfeições ou falhas de mercado: “[...] se para produzir fosse necessário contratar pontual e reiteradamente nos mercados, seria preciso encontrar, a cada um desses momentos, fornecedor que oferecesse o menor preço e tivesse o insumo para pronta entrega; que o prestador de serviços, além de habilitado a executar a tarefa, estivesse disponível e, também ele, cobrasse o menor valor; que o comprador, pronto para receber o bem, estivesse disposto a pagar o maior preço; e que, em toda essa cadeia, as diversas etapas se seguissem, umas às outras, com segurança.”

¹¹ Novamente baseada na abordagem da empresa como os feixes de contratos que asseguram a estabilidade da produção, afirma Rachel Sztajn (2004, p. 222): “E a organização da atividade econômica no feixe de contratos descrito por Ronald Coase é o mecanismo, até o presente, que melhor atende à busca de soluções para reduzir custos derivados dessas falhas de mercados. Sem empresas a produção em massa de bens e serviços para atender às necessidades das pessoas ficaria insegura, aumentando custos sociais gerados com a incerteza da existência de bens ofertados de forma contínua. Mercados, embora necessários para tornar eficiente a troca econômica, não garantem a constância da oferta, razão pela qual o agente que pretenda manter presença continuada e sem sobressaltos em algum setor da economia, oferecer bens de consumo ou bens duráveis, até mesmo bens de produção, de forma reiterada, não pode depender das contratações pontuais. A estabilidade da oferta na relação de troca econômica, que parece ao leigo real, depende sim da organização empresa.”

produção, necessária ao desenvolvimento da atividade econômica e, conseqüentemente, da empresa, ocorre com a utilização de contratos, que viabilizam a apreensão das matérias-primas e a especialização do trabalho; sem os feixes de contratos que organizam a atividade econômica para mercados, elaborados no intuito de promover a economia nos custos de produção e a defesa contra inadimplementos, não se constitui a empresa.

Esta construção doutrinária que define a empresa como os feixes de contratos, coordenados para organizar o exercício da atividade econômica em mercados, objetivando a estabilidade da produção e da distribuição de bens e de serviços, não recebeu guarida no ordenamento jurídico brasileiro, embora pareça mais pertinente à regulação do tráfico negocial. O legislador optou pela edição de normas especiais, disciplinadoras de particulares setores da economia, como financeiro, transportes, securitário, embora estivessem centrados no mesmo instituto nuclear, a atividade, ao invés de utilizá-la na implementação de uma moldura geral e uniforme para regular as múltiplas manifestações da empresa. Sendo assim, cada ramo do Direito, de acordo com seus fins ordenadores, fornece seu conceito de empresa, sintetizando os momentos ou aspectos do mesmo fenômeno, que cobram relevo jurídico desde seus particulares ângulos valorativos (GONDRA, 1998, p. 499).

Os efeitos da atividade econômica, exercida através da empresa, incidem em todas as esferas de interesses, tanto privados como gerais ou coletivos, adquirindo qualificação jurídica em conformidade com os diferentes objetivos perseguidos pelas normas. A pluralidade de diplomas legais, destinados à regulação das diversas manifestações da atividade econômica, culmina com a constituição de um *microssistema da empresa*, que apresenta seus próprios princípios, normas, fontes de criação, doutrina e jurisprudência (LORENZETTI, 1998, p. 46-47). A disciplina jurídica da empresa se configura, portanto, como um distinto *universo legislativo*, refratário à unidade sistemática dos códigos, exibindo sua própria filosofia, além de particulares critérios, influxos e métodos, permeados pela racionalidade econômica (GOMES, 1984, p. 166-167).

O ordenamento jurídico brasileiro, baseado nos potenciais benefícios sociais, que podem ser gerados pelo exercício profissional da atividade econômica, assegura a livre iniciativa na organização de empresas e fornece os instrumentos para seu regular desenvolvimento, como a propriedade privada e os contratos. Entretanto, a existência de falhas de mercado, causadoras de ineficiência econômica e concentração de renda, enseja a estipulação de dispositivos legais, que limitem a liberdade de iniciativa empresarial, condicionando-a à observação de determinados princípios, como função social da propriedade, livre concorrência, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente e redução

das desigualdades regionais e sociais. O reconhecimento jurídico da empresa representa, então, a necessidade de regular o exercício da atividade econômica, corrigindo distorções no sistema de mercado, para que se harmonizem a eficiência na alocação de recursos produtivos e a promoção de valores comunitários, atribuindo-se responsabilidades à organização empresarial, na busca do desenvolvimento socioeconômico.

1.3 Desenvolvimento socioeconômico e responsabilidade empresarial

Os indivíduos se reúnem em sociedade, para conjugar esforços e distribuir tarefas, visando otimizar a satisfação de suas necessidades e ampliar suas condições de sobrevivência, frente à escassez de recursos produtivos. As comunidades organizam o processo de produção, convencionando a criação de sistemas econômicos, através dos quais procuram assegurar o bem-estar material de seus membros. A coesão dos vínculos sociais, que permite a cooperação entre as pessoas, exige a implementação de um conjunto de regras, destinado a estimular o crescimento econômico e a partilha equitativa dos resultados da atividade produtiva, coibindo comportamentos contrários aos valores coletivamente estabelecidos.

O crescimento econômico, um dos mais relevantes objetivos da política econômica nas sociedades capitalistas, se configura como a elevação da capacidade produtiva de um país, ou seja, corresponde à ampliação quantitativa da produção, um aumento no número de bens produzidos que atendam às necessidades humanas. Este acréscimo na capacidade de produção depende da ampliação da quantidade e da qualidade dos fatores produtivos e da eficiência com que são combinados, sendo fortemente influenciado pelo desenvolvimento educacional e profissional, pelo aumento do investimento líquido e pela introdução de novas tecnologias. A expansão da quantidade de bens produzidos permite a elevação dos níveis de consumo, gerando maior possibilidade de as pessoas satisfazerem suas necessidades e, conseqüentemente, de melhorar a qualidade de vida no país (STANLAKE, 1993, p. 707-716; GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR., 2004, p. 76-79).

A incessante busca pelo crescimento econômico, exclusivamente alicerçado no critério de eficiência, tem originado, no entanto, distorções no sistema de mercado, acarretando significativos custos sociais, que resultam de práticas prejudiciais ao meio ambiente, às relações de trabalho e à distribuição da renda. A propagação da cultura consumista, no intuito de promover a eficiência alocativa, impõe elevados padrões de consumo, inconsistentes com a disponibilidade de recursos no ecossistema, comprometendo a

sustentabilidade do meio ambiente. A redução nos custos do processo de produção, para que seja alcançada a eficiência produtiva, tem provocado a informalização e a precarização das relações de trabalho, além da utilização predatória dos recursos ambientais, causadora de externalidades, como a poluição. A existência de poder de mercado impede uma distribuição mais igualitária da renda, que acaba se concentrando nas mãos de monopolistas e oligopolistas, excluindo boa parte da população do acesso aos bens sociais, desviando a eficiência distributiva do ideal de concorrência perfeita.

O mercado se orienta de modo especificamente objetivo, somente pelo interesse nos bens de troca, o que acaba caracterizando-o como a relação vital prática mais impessoal existente entre os homens. O abandono do mercado à sua legalidade intrínseca, ausente uma disciplina reparadora de suas falhas, “leva apenas em consideração a coisa, não a pessoa, inexistindo para ele deveres de fraternidade e devoção ou qualquer das relações humanas originárias sustentadas pelas comunidades pessoais” (WEBER, 2000, v. 1, p. 420). A impessoalidade das relações mercadológicas fragiliza os vínculos comunitários, favorecendo a proliferação de comportamentos oportunistas, que se voltam à acumulação de riquezas, desvinculada de preocupações com o meio ambiente, com as relações de trabalho e de consumo, com a concorrência e com a dignidade humana.

O sistema de mercado e o crescimento econômico, por ele objetivado, devem ser condicionados por normas éticas, estabelecidas para resguardar os valores constitutivos da sociedade, fortemente afetados pelas imperfeições do processo de produção capitalista. A correção das ineficiências geradas por falhas de mercado exige a estipulação de um conjunto de regras, sustentado pelo poder de coerção que a sociedade concede ao Estado, orientadas a limitar a liberdade de ação ou de escolha dos agentes econômicos. A regulação da atividade produtiva deve criar incentivos para que as unidades familiares, as empresas e o setor público, ao buscarem a realização de seus interesses particulares, tomem decisões que maximizem o bem-estar social.

A ocorrência de falhas de mercado, estimulada pelo caráter meramente quantitativo do crescimento econômico, exige uma evolução qualitativa do processo produtivo, em que o aumento da produtividade, promovido através de técnicas ecologicamente sustentáveis, seja partilhado de forma mais equânime entre os membros da sociedade. A magnitude da expansão da produção, apesar de representar um importante indicador na avaliação do desempenho econômico de um país, não é suficiente para determinar as condições de vida da população, sendo necessário analisar a natureza e a qualidade desse crescimento. Neste sentido, deveria emergir como o principal objetivo das

políticas econômicas contemporâneas, o *desenvolvimento socioeconômico*, que engloba o crescimento econômico, acompanhado de uma distribuição menos desigual da renda, mensurada pela elevação da expectativa de vida da população e pelo maior acesso à educação (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JR., 2004, p. 76-86).

A diretriz do desenvolvimento socioeconômico, que deveria orientar a atividade econômica dos agentes no regime de produção capitalista, se coaduna com os princípios básicos do Estado de Direito, admitidos e consentidos, pela comunidade política, como convenientes à convivência social. A persecução do crescimento econômico, para melhor satisfazer as necessidades de um número maior de pessoas, gerando empregos e reduzindo as desigualdades sociais, através de um processo produtivo ambientalmente não predatório e alicerçado no respeito à livre concorrência e ao consumidor, está inserida nos Princípios Gerais da Atividade Econômica, insculpidos no artigo 170, da Constituição Federal de 1988. Diante disto, como a atividade econômica, que impulsiona o crescimento, elevando a produção de bens e serviços, é exercida, de forma profissional e organizada, pelas empresas, o ordenamento jurídico a elas atribui grande responsabilidade na promoção do desenvolvimento socioeconômico.

A Constituição Federal de 1988 consagra os princípios essenciais do capitalismo, indispensáveis ao regime de produção empresarial, consistentes no reconhecimento da propriedade privada (artigos 5º, XXII e 170, II), na reserva da atividade econômica para os particulares (artigo 173, *caput*), nos postulados da livre iniciativa (artigos 1º, IV e 170, *caput*) e da livre concorrência (artigo 170, IV). Todavia, a ordem econômica constitucional se configura como um instrumento de realização de certos valores fundamentais, atribuindo à atividade empresarial o compromisso de contribuir com o desenvolvimento nacional, com a construção de uma sociedade livre, justa e solidária, com a erradicação da pobreza e da marginalização, com a redução das desigualdades sociais e regionais (artigo 3º, da Constituição Federal de 1988). Sendo assim, a empresa somente se legitima na medida em que seja a via de afirmação de valores que transcendem seu titular, devendo dar-se, a realização do lucro, simultânea e conjuntamente com o resguardo da dignidade da pessoa humana e da possibilidade de satisfação do bem de todos (JUSTEN FILHO, 1998, p. 116-130).

A disciplina constitucional da atividade econômica impõe, à empresa, a observância de uma função social (artigo 170, III, da Constituição Federal de 1988), que consiste em exigir de quem exerce o direito subjetivo de livre iniciativa o cumprimento de deveres jurídicos para com a sociedade. O conceito de função social pode ser compreendido

como o dever jurídico de atender ao interesse público, proporcionando vantagens positivas e concretas para a sociedade, no exercício de um direito subjetivo. A função social da empresa somente deve ser exigida, então, no exercício de atividade econômica organizada, produtora de bens e serviços, que constitua o objeto social definido pelo empresário ou pela sociedade empresária; não se pode exigir da empresa, com fundamento na função social, o cumprimento de deveres não relacionados ao seu direito subjetivo, ou seja, dissociados da atividade econômica por ela exercida (TOMASEVICIUS FILHO, 2003, p. 33-42).

O parâmetro dos deveres jurídicos que devem ser atendidos, no exercício do direito subjetivo de explorar a atividade econômica, para que a empresa cumpra sua função social, encontra-se na principiologia do artigo 170, da Constituição Federal de 1988. A liberdade de iniciativa na confecção de bens e serviços, através da qual a empresa abastece o mercado, contribuindo para o crescimento econômico e obtendo lucro, subordina-se à valorização do trabalho humano, com a finalidade de assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social. O regime de produção deve ser desenvolvido, não apenas de maneira que a empresa se abstenha de práticas lesivas aos Princípios Gerais da Atividade Econômica (deveres negativos), mas também que ela adote concretamente comportamentos para promovê-los (deveres positivos).

O princípio da livre concorrência (artigo 170, IV, da Constituição Federal de 1988), coíbe o poder de mercado, combatendo toda concentração da atividade empresarial, da qual resulte exercício abusivo de posição dominante, desestimulando investimentos tecnológicos e aumentando arbitrariamente os lucros. O princípio da defesa do consumidor (artigo 170, V, da Constituição Federal de 1988) sujeita a empresa à efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais, individuais, coletivos e difusos, decorrentes de defeitos relativos ao produto ou à prestação do serviço, bem como de informações inadequadas sobre eles. O princípio da defesa do meio ambiente (artigo 170, VI, da Constituição Federal de 1988) exige da empresa um desempenho verde, verificado na instalação de filtros, na reciclagem de material, no tratamento de resíduos lançados em rios e mares, no uso racional de recursos não-renováveis, dentre outras práticas. A composição do corpo de empregados da empresa deve auxiliar as políticas governamentais de busca do pleno emprego (artigo 170, VIII, da Constituição Federal de 1988), incentivar a qualificação da mão-de-obra e viabilizar o reingresso de desempregados aos postos de trabalho, contribuindo,

por sua vez, com a redução das desigualdades regionais e sociais (artigo 170, VII, da Constituição Federal de 1988)¹².

A liberdade de iniciativa não encontra limites somente nos deveres jurídicos que lhe são impostos pela ordem econômica constitucional, sendo também cobrada das empresas uma postura mais ativa no tratamento de questões sociais, surgidas nas comunidades em que atuam. A *responsabilidade social das empresas* emerge como uma nova forma de gestão, que consiste na integração voluntária, ao relacionamento com os diversos atores, de preocupações sociais e ambientais, não relacionadas aos fins consubstanciados no objeto social, no intuito de colaborar com o Estado na promoção do bem-estar coletivo. As empresas passam a responder, perante a coletividade, pela inação estatal de proporcionar aos cidadãos uma existência digna, devido ao poder econômico que acumulam, através da exploração da atividade produtiva no interior da sociedade¹³.

A diminuição do interesse e da capacidade estatal de regulação da economia, acompanhada da redução de políticas públicas voltadas para a promoção das garantias dos direitos sociais, reclama o avanço das empresas sobre o tecido das relações comunitárias, mobilizando recursos para atender à demanda da população carente por bens públicos. A prestação de serviços sociais, assumida pelas empresas, influencia comportamentos de fidelidade dos consumidores, permitindo a construção de uma boa imagem para a marca, que retorna ao espaço da rentabilidade mercantil, agregando valor aos produtos. Os programas sociais, conduzidos pelo ativismo empresarial, demonstram a possível compatibilidade entre escopo lucrativo e amenização de conflitos distributivos, mas alertam para o risco de se legitimar a ampliação do poder do capital:

¹² As diretrizes esboçadas nos Princípios Gerais da Atividade Econômica, sinteticamente exemplificadas na construção acima, subordinam o processo legislativo, impondo a elaboração de uma legislação infraconstitucional que lhes assegure efetividade. Esta orientação principiológica, que exige da empresa o cumprimento de deveres jurídicos relacionados ao interesse público, no exercício do direito subjetivo de explorar a atividade econômica, deve ser seguida por todos os diplomas legais que abordam aspectos do processo produtivo; dentre eles, destacam-se os seguintes: Lei 8.884, de 11 de junho de 1994 (lei de repressão ao abuso de poder econômico); Lei 8.078, de 11 de setembro de 1990 (Código de Defesa do Consumidor); Lei 9.605, de 12 de fevereiro de 1998 (lei de crimes ambientais).

¹³ Eduardo Tomasevicius Filho (2003, p. 48-49) esclarece a distinção entre os conceitos de função social e de responsabilidade social da empresa: “Assim, deve ficar claro que não se deve utilizar o termo função social como o papel social de um instituto jurídico, porque se trata da característica do mesmo e não da sua destinação econômica. A função social refere-se apenas às atividades econômicas que a empresa exerce, consubstanciadas no seu objeto social e exigíveis pela imposição de deveres jurídicos ao titular desse direito. E a responsabilidade, que não está relacionada ao objeto social da empresa, consiste no cumprimento de deveres que, tradicionalmente, competem ao Estado, mas que, por inúmeras razões, são exigidos das empresas, por terem poder econômico na sociedade.”

[...] a filantropia dirigida a grupos carentes da sociedade também faz um grande bem à própria empresa, reforçando sua imagem institucional e melhorando seus negócios. Isso não teria tanta importância assim se fosse considerada a tentadora hipótese da instituição de um novo caminho para algo como um “capitalismo civilizado” no Brasil (como é, às vezes, interpretada esta ação) não fosse o fato de que a ação social empresarial também parece fazer parte não só das operações de lucro, mas também da afirmação de poder social sobre as comunidades em que atua, sobre as relações de trabalho que contrata e sobre as causas que abraça. Se assim for, esse movimento desloca, pouco a pouco, parcelas e territórios sociais para o campo de seus interesses, um movimento silenciado pela intenção e pelo ato original de fundação de uma nova consciência empresarial cidadã, solidária e responsável, intenção que ampara sua reivindicação de reconhecimento como parcela da sociedade civil (PAOLI, 2003, p. 394).

A existência de empresas lucrativas constitui fator indispensável ao desenvolvimento socioeconômico, tanto quanto a diminuição das desigualdades sociais e da degradação ambiental, sendo objetivos inter-relacionados, não encerrando contradição harmonizá-los em ações sociais empresariais. O predomínio dos procedimentos de gestão mercantil e o objetivo de criar um diferencial de competitividade, observados na realização de projetos sociais, demonstram, contudo, que a racionalidade econômica dos interesses privados supera o compromisso ético com a sociedade, no controle da responsabilidade empresarial. Diante disto, embora não se condene o escopo lucrativo do ativismo empresarial, nunca se pode admitir a utilização de projetos de responsabilidade social para legitimar poder de mercado e poder social das empresas.

As propostas de investimento privado em ações sociais não devem obscurecer a realidade concreta da atividade econômica, que apresenta o lucro, e não a solidariedade, como a diretriz da lógica empresarial. As posturas que demonstram função social ou responsabilidade social serão observáveis, na prática empresarial, não por refletirem princípios constitucionais norteadores da atividade produtiva, mas por representarem uma fonte de valorização no mercado, gerando benefícios econômicos. Sendo assim, como o comportamento dos agentes econômicos, nas atuais sociedades, se apresenta sensível aos estímulos pecuniários e estes, por sua vez, são oriundos da atividade produtiva delimitada pela regulação social, o Direito emerge como um importante instrumento para a condução do desenvolvimento socioeconômico.

O aumento da capacidade produtiva da sociedade depende de investimento empresarial que, na maioria das vezes, não pode ser concretizado apenas com fontes internas, exigindo uma adequada alocação de recursos de terceiros. O ordenamento jurídico exerce papel relevante na constituição e na manutenção da infra-estrutura financeira, organizando mercados e fornecendo instrumentos para facilitar a canalização da poupança, destinando-a aos empreendimentos empresariais. A regulação do sistema financeiro deve

articular o processo poupança-investimento como um mecanismo de incentivo ao desenvolvimento socioeconômico, transferindo a poupança para as empresas que, além de demonstrarem eficiência econômica, sejam socialmente responsáveis.

2 SISTEMA FINANCEIRO, MERCADO DE CAPITAIS E CAPITALIZAÇÃO DE EMPRESAS

2.1 Intermediação financeira no processo poupança-investimento

O funcionamento do processo produtivo exige investimentos em equipamentos, instalações e no aprimoramento do trabalho humano, demandando grandes volumes de capital que, por sua vez, se configura como recurso escasso. A defasagem entre incorrer nos custos de produção e receber a receita desta decorrente inviabiliza a concretização de empreendimentos que poderiam gerar novos empregos e criar novas tecnologias, auxiliando no crescimento da economia. O financiamento das operações empresariais representa atividade primordial na moderna economia de mercado, uma vez que, diante do contraste entre necessidade e limitação de capital, este deve ser canalizado dos agentes econômicos superavitários para o investimento apenas nos projetos mais eficientes dos agentes econômicos deficitários.

Os agentes econômicos superavitários ou ofertadores são aqueles que se abstêm de consumir uma parte de sua renda corrente, na expectativa de obterem, com esta renúncia, um excedente de recursos para ser revertido em um gasto futuro, capaz de propiciar maior bem-estar. Os agentes econômicos deficitários ou tomadores, em contrapartida, são aqueles que necessitam de uma quantidade de recursos, para o consumo ou a produção presentes, superior ao montante de sua renda corrente. A intermediação entre estas duas classes de agentes, permitindo a transferência dos recursos não empregados no consumo (poupança) para a produção de bens de capital (investimento), representa atividade fundamental nas sociedades capitalistas, por viabilizar a ampliação da capacidade produtiva.

O investimento consiste em toda aplicação de recursos destinada a aumentar o estoque de bens de capital, assim compreendidos, tanto os instrumentos de produção, não empregados no consumo imediato, mas utilizados para produzir outros bens e serviços demandados pela comunidade, quanto a própria qualificação do trabalhador. O ritmo de crescimento de um país depende do esforço de poupança e investimento associados a cada nível de renda, ou seja, de uma adequada mobilização de recursos para financiar os empreendimentos das empresas. Os recursos necessários ao financiamento dos investimentos das empresas podem advir de diferentes fontes: da venda de ativos reais de sua propriedade; da utilização de poupança acumulada em períodos anteriores; da venda de obrigações

financeiras emitidas por terceiros e adquiridas em períodos anteriores; da colocação, no mercado, de obrigações financeiras de sua própria emissão (SANTOS, J., 1979, p. 17).

Os ativos reais se constituem nos bens (materiais ou imateriais) ou direitos, dos quais seu possuidor consegue extrair algum benefício com a exploração, como máquinas e equipamentos, havendo até a possibilidade de vendê-los no intuito de angariar recursos para financiar a produção (desinvestimento). Os ativos financeiros se configuram como direitos a serem exercidos em face de outros agentes econômicos, mantidos como reserva de valor e materializados em títulos representativos de dívida ou de participação patrimonial, como ações, notas promissórias, debêntures. A negociação de ativos financeiros representa importante alternativa de aplicação de recursos para os agentes econômicos superavitários e de captação para as empresas, otimizando a alocação das poupanças disponíveis na economia (ANDREZO; LIMA, 2002, p. 4-5).

A criação de instrumentos que favoreçam o eficiente direcionamento de recursos para a atividade produtiva, conciliando os divergentes interesses de poupadores e investidores, de forma mais ágil e menos dispendiosa, contribui decisivamente com o crescimento econômico. A introdução do primeiro ativo financeiro, a moeda, facilitou as operações de troca, dissociando os atos de compra e venda do simples escambo de mercadorias, e estimulou a poupança, ao funcionar como uma reserva de poder aquisitivo. A necessidade de realizar algumas oportunidades de investimento, que demandavam uma quantidade de recursos superior à poupança particular do empresário, determinou o surgimento de outros ativos financeiros, denominados obrigações primárias, que consistem nos títulos emitidos pelos tomadores últimos, para angariar recursos de terceiros.

A multiplicidade de agentes econômicos superavitários e deficitários, encontrados nas atuais sociedades, dificulta a aproximação direta entre eles, ressaltando a necessidade de organização desta atividade, através de pessoas e instituições especializadas em canalizar poupanças para a aquisição de obrigações primárias. O agente financeiro pode promover o contato entre ofertadores e tomadores, apenas prestando informações sobre os negócios disponíveis e as condições de mercado, sem emitir qualquer obrigação contra si próprio, não assumindo riscos em seu nome. Os recursos dos ofertadores também podem ser adquiridos pelo intermediário financeiro, que passa a atuar como parte na operação, emitindo obrigações contra si próprio (obrigações secundárias), e as poupanças captadas serem aplicadas, por sua conta e risco, nas obrigações primárias emitidas pelos tomadores.

A conexão entre os agentes tomadores e ofertadores, num mercado de grandes dimensões, se apresenta complexa em razão das divergentes exigências dos recursos em

termos de prazo, volumes, taxas de retorno e grau de risco. Elevados custos (*custos de transação*) são dispendidos com a reunião de informações sobre as disponibilidades dos recursos e com sua mobilidade de poupadores para investidores. Diante disto, evidencia-se a relevância da atividade desempenhada pelos intermediários financeiros que, ao emitirem obrigações secundárias e servirem à colocação das obrigações primárias, organizam mercados para as atividades de financiamento da economia, compatibilizando as diversas necessidades dos agentes tomadores e ofertadores de recursos (OLIVEIRA, M., 1988, p. 40-43).

Os intermediários financeiros se especializam na compra e venda de obrigações, acumulando conhecimento sobre as peculiaridades das operações, o que lhes permite atuar com custos menores, se comparados aos da negociação direta entre agentes econômicos superavitários e deficitários. O relacionamento com inúmeros poupadores e tomadores possibilita, aos intermediários financeiros, reunir grandes volumes de poupança e dividi-los entre as alternativas de investimento, proporcionando maior flexibilidade de prazos e taxas de juros. A capacidade dos intermediários financeiros de ofertar uma ampla gama de ativos, viabiliza a composição de carteiras diversificadas, formadas pela combinação de diferentes tipos de títulos, emitidos para financiar distintos projetos de investimento, o que reduz o nível médio de risco a ser assumido pelos poupadores.

A intermediação financeira influencia o processo de formação de capital e, conseqüentemente, o desenvolvimento econômico do país, contribuindo para a expansão do volume total de poupança e incentivando a alocação de recursos, na direção de novos investimentos. A eficiente canalização das poupanças não depende somente de uma ampla variedade de instrumentos, capazes de representar diversos empreendimentos empresariais, mas também da organização de mercados, onde possa haver negociação de ativos financeiros, atendendo às diferentes necessidades de agentes econômicos superavitários e deficitários. Neste sentido, surgem os mercados financeiros, que podem ser segmentados de acordo com as finalidades e os prazos das operações neles estabelecidas, favorecendo a transferência de recursos para os ramos de atividade mais produtivos, onde existem importantes investimentos empresariais¹⁴.

A existência de mercados financeiros possibilita a conversão de inúmeros projetos empresariais em títulos negociáveis que, ao serem ofertados aos poupadores em condições

¹⁴ A análise detalhada dos mercados financeiros permite segmentá-los em quatro mercados específicos: mercado de crédito (financiamentos a curto e médio prazos, do consumo corrente, dos bens duráveis e do capital de giro das empresas), mercado de capitais (financiamentos de médio e longo prazos, do capital de giro e do capital fixo das empresas), mercado monetário (financiamentos de curto e curtíssimo prazos, controle da liquidez monetária e suprimentos momentâneos de caixa) e mercado cambial (operações de curto prazo e à vista, envolvendo a conversão entre moedas estrangeiras e moedas nacionais) (OLIVEIRA, M., 1988, p. 51-55).

alternativas de retorno, risco e liquidez, contribuem com a mobilização de recursos para o setor real da economia. O direcionamento das poupanças para os investimentos empresariais, facilitado pela atividade de intermediação financeira, permite a expansão da capacidade produtiva da sociedade, através da ampliação do estoque de bens de capital, auxiliando na persecução do desenvolvimento socioeconômico. A associação entre intermediação financeira e crescimento econômico desperta o interesse público em estimular os mercados financeiros, justificando a intervenção estatal na regulação do fluxo da renda, com a finalidade de proteger a poupança popular, coibir poder de mercado, assegurar a eficiência do processo poupança-investimento e, com isso, manter a confiança dos agentes no próprio mercado.

O modelo do fluxo circular da renda permite observar que as unidades familiares são as proprietárias, em última instância, de todos os fatores produtivos, dos quais são concebidos os bens de consumo e de capital. O regime de propriedade, que permite a apropriação dos recursos de produção e dos produtos por eles originados, advém de convenção social, inserida no ordenamento jurídico, para evitar a utilização predatória dos bens, escasseando-os, e conferir-lhes uma destinação convergente com o bem comum. Diante da escassez da poupança, em países pouco desenvolvidos e em desenvolvimento, os poucos recursos disponíveis devem ser carreados para os investimentos de empresas socialmente responsáveis, pois além do retorno econômico, trazem benefícios coletivos, favorecendo maior número de unidades familiares.

2.1.1 Funcionamento do sistema financeiro e falhas de mercado

O sistema financeiro pode ser compreendido como um conjunto formado por instituições e instrumentos que possibilitam a transferência de recursos dos agentes econômicos superavitários para os deficitários, mobilizando a parcela do rendimento não aplicado em consumo (capital financeiro), com a finalidade de financiar o aumento da capacidade produtiva e a aquisição de bens e serviços. O regular funcionamento do sistema financeiro facilita a alocação eficiente do consumo das unidades familiares e a otimização do investimento físico, coordenando as relações estabelecidas entre oferta (poupança) e demanda (investimento) de recursos, canalizando-os para os projetos empresariais mais produtivos. As tarefas de emissão de moeda, concessão e controle do crédito, englobadas pelo sistema financeiro, a ele conferem uma função eminentemente instrumental, em relação aos demais

setores da economia, que consiste na intermediação de recursos entre agentes, imprescindível ao desenvolvimento do processo de produção.

A atividade central do sistema financeiro reside na concessão de crédito, que pode ser entendido como a transferência da poupança para tomadores, a estes atribuindo poder de compra atual e a capacidade de satisfazer, no momento presente, as suas necessidades de consumo e investimento, em troca da promessa de restituição futura dos recursos empregados. A utilização do crédito, por determinado período, enseja a incidência de um custo, denominado juros, que representa o preço exigido dos tomadores, em decorrência de empregarem os recursos emprestados pelos poupadores. A mobilização do crédito para financiar a produção, selecionando e monitorando projetos empresariais, diversificando e realocando riscos, permite ao sistema financeiro viabilizar investimentos e atividades na forma, na escala e no ritmo mais eficientes, impulsionando o desenvolvimento socioeconômico (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 442-444).

A intermediação financeira ocorre no interior de mercados que, como tais, coordenam as interações entre os agentes, adotando o critério de eficiência na resolução dos problemas econômicos básicos: qual a quantidade de poupança ideal a ser estimulada (*o que e quanto produzir?*); como canalizar o crédito através de ativos adequados (*como produzir?*); e para quais investimentos deve ser destinado o crédito (*para quem produzir?*). Os mercados financeiros devem solucionar estas questões, enfrentando também o dilema da escassez de crédito em face das necessidades de consumo e investimento, especialmente em países pouco desenvolvidos e em desenvolvimento, onde os baixos níveis de renda da população resultam em pequena capacidade de poupança. O fluxo da renda entre agentes econômicos superavitários e deficitários não percorre um ambiente que replica o modelo teórico de concorrência perfeita, mas apresenta significativos custos de transação e sofre a interferência de falhas de mercado, o que reclama a estruturação de um aparelho regulatório destinado a assegurar a eficiência do sistema financeiro.

A existência de falhas e de custos de transação, ao longo de todo o funcionamento dos mercados financeiros, reduz a capacidade destes de proporcionar uma adequada alocação de recursos, ensejando a criação de mecanismos hierarquizados, baseados na constituição de organizações empresariais, para amenizar as imperfeições na intermediação do crédito. A *incapacidade de prover bens públicos*, não exclusivos e não emulativos, ou seja, aqueles não apropriáveis, cuja utilização não requer rivalidade e o acesso não possui limitação, caracteriza uma importante falha dos mercados financeiros. A informação assume a natureza de bem público, na medida em que, ao ser disponibilizada, todos possam usufruir das utilidades por

ela propiciadas, como o conhecimento sobre as condições de negociação no mercado financeiro e a qualidade dos bens e serviços nele transacionados (PINA, 2005, p. 108-111).

As utilidades ou os danos gerados por um determinado agente, que são aproveitadas ou suportados, sem qualquer custo ou compensação adicionais, por indivíduos não envolvidos, diretamente, na atividade econômica, representam as falhas de mercado conhecidas como *externalidades positivas ou negativas*. A presença de externalidades positivas, das quais resultam benefícios externos não pagos por todos os beneficiários, ocasiona situações de subprodução; diante de externalidades negativas, em que os custos externos são impostos a terceiros não relacionados à atividade econômica, surge o fenômeno da sobreprodução. A prestação de informações, no sistema financeiro, também se enquadra na conceituação de externalidade: positiva, ao gerar utilidades aproveitadas por terceiros, sem a contrapartida do pagamento, desestimulando sua divulgação; negativa, quando a atuação de determinado agente, com base em informações omitidas ao público, permite a obtenção de vantagens em prejuízo de terceiros (PINA, 2005, p. 112-113).

A incapacidade do mercado financeiro em prover informação com caráter de bem público ressaltava outro problema, de relevância jurídica e econômica, definido como *assimetria informacional*, que afeta a atividade de concessão do crédito, acarretando uma redução geral na qualidade dos agentes intervenientes e dos produtos negociados. O agente econômico possui, exclusivamente, informações completas sobre suas condições de solvabilidade, sua exposição aos riscos, suas perspectivas de rentabilidade, podendo não as disponibilizar no mercado financeiro, que reage uniformizando a atividade de intermediação, deixando de conferir benefícios aos agentes mais prudentes. A padronização no tratamento de diferentes agentes econômicos provoca a concorrência entre os mais avessos ao risco e os mais seguros, onerando estes últimos na aquisição de bens ou serviços financeiros, que acabam deixando o mercado, caracterizando o efeito de *seleção adversa*¹⁵.

A insuficiência de conhecimento adequado dos bancos acerca da capacidade de pagamento de seus clientes representa um exemplo de seleção adversa, no mercado de crédito, na medida em que a assimetria informacional gera o risco de concentração de parcela

¹⁵ A idéia de seleção adversa foi discutida, originalmente, por George Akerlof, em sua obra *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*, de 1970. Neste trabalho, aborda-se o mercado de carros usados, no qual o vendedor possui mais informações sobre o estado do carro, em relação ao adquirente. A menor informação da procura e a relativa indiferenciação dos bens transacionados facilita a proliferação de vendedores oportunistas e a comercialização de carros de menor qualidade, que passam a ser vendidos, no mercado, ao mesmo preço dos de maior qualidade. O fato de apenas os vendedores oportunistas terem a informação de que seus carros são de menor qualidade lhes permite praticar preços mais baixos, expulsando os melhores vendedores do mercado ou obrigando-os a comercializar carros de menor qualidade como se fossem melhores (PINA, 2005, p. 118-119).

significativa dos empréstimos em clientes de solvabilidade duvidosa, comprometendo a situação financeira da própria instituição. O mercado segurador também padece das imperfeições ocasionadas pela seleção adversa, uma vez que as seguradoras, não possuindo informações individualizadas sobre o grau de risco de cada segurado, tendem a uniformizar as apólices, cobrando o mesmo prêmio de clientes mais expostos e mais prudentes, afugentando estes últimos e, conseqüentemente, degradando a qualidade do mercado. A emissão de valores mobiliários se constitui em mais um exemplo de seleção adversa, quando uma empresa de menor qualidade recorre ao mercado de capitais, omitindo informações sobre sua situação financeira, e capta a poupança pública, alegando potencial valorização, excluindo o acesso de empresas mais sólidas a esta forma de financiamento.

Os sistemas financeiros geralmente estabelecem mecanismos de garantia de depósitos, para assegurar aos depositantes o reembolso de um determinado montante, previamente estabelecido, em caso de falência da instituição financeira. A existência de fundos de garantia de depósitos, bem como de programas governamentais para assegurar a solvabilidade das instituições do sistema financeiro, estimulam a realização de operações de maior risco, que buscam melhor rentabilidade, devido aos custos impostos pela exigência da garantia e à redução dos níveis de diligência dos gestores, confiantes no funcionamento destes mecanismos de proteção. O potencial efeito de aumento de risco, assumido pelos agentes econômicos, resultante de comportamentos menos prudentes, impulsionados pelos mecanismos de garantia de solvabilidade, enuncia o fenômeno designado *risco moral*¹⁶ (*moral hazard*), que afeta o sistema financeiro e, por esta razão, deve ser controlado pela regulação (PINA, 2005, p. 125-128).

As elevadas especialização e divisão do trabalho provocaram a separação entre propriedade e gestão das grandes empresas, organizadas sob a forma de sociedade anônima, suscitando conflitos de interesses subjetivos entre acionistas (principal) e administradores (agente), que compõem as denominadas *relações de agência*. Os mercados financeiros enfrentam conflitos oriundos das relações de agência, uma vez que as instituições financeiras (agente), na persecução de metas próprias, podem exercer a gestão dos recursos em contraste com a proteção aos interesses de clientes e investidores (principal). O acompanhamento e a

¹⁶ O fenômeno do risco moral pode ser compreendido, genericamente, como a impossibilidade de uma das partes, em uma transação, observar o esforço que a parte contrária empregou para cumprir suas obrigações. A aplicação deste conceito ao sistema financeiro demonstra que a assimetria informacional existente entre os agentes econômicos impede uma avaliação correta sobre a responsabilidade da instituição na geração de uma crise financeira: se esta foi ocasionada por instabilidades do mercado, embora fossem adotados comportamentos diligentes e os melhores esforços dos gestores para evitá-la; ou se a atuação imprudente dos gestores, de maior exposição ao risco, estimulados pelos mecanismos de garantia de depósitos e pelos programas governamentais de proteção da solvabilidade, foi a real motivação da crise.

adequada remuneração da gestão não representam a defesa exclusiva dos interesses dos principais, pois não se pode deixar de impor aos agentes a simultânea promoção dos anseios de seus trabalhadores, consumidores e da própria sociedade, no interior da qual se encontram potenciais investidores (PINA, 2005, p. 128-135).

O sistema financeiro não alcança plena desenvoltura deixando os agentes econômicos atuarem em regime de liberdade incondicional, sem uma base jurídica apta a assegurar, pela supressão das falhas de mercado, a eficiente alocação dos recursos. O interesse público no regular funcionamento do sistema financeiro, assente nos benefícios gerados pelas atividades de arrecadação e aplicação da poupança, com a finalidade de mobilizar o crédito para o financiamento do processo produtivo, justifica a intervenção estatal, através da via reguladora. A existência de falhas de mercado, como incapacidade de prover bens públicos, externalidades, assimetria informacional, seleção adversa, risco moral, relações de agência, representa uma das mais importantes causas da regulação pública do sistema financeiro, que se faz necessária para corrigir as distorções na canalização da poupança.

2.1.2 Regulação do Sistema Financeiro Nacional

A recente evolução do Estado tem sido caracterizada por uma redefinição de suas atribuições, que não mais albergam a prestação direta de determinados serviços, agora conferidos à iniciativa privada, mas apenas a regulação e a fiscalização dos mesmos, através de entidades especializadas em particulares setores da economia. A livre articulação das forças de oferta e demanda não conduz o processo produtivo ao equilíbrio de concorrência perfeita, exigindo a intervenção estatal para resguardar a eficiência da atividade econômica, evitando que falhas de mercado provoquem lesões aos interesses sociais. Neste sentido, a regulação pode ser compreendida como toda forma de interferência estatal sobre a economia, excluída a participação direta na atividade econômica; não estão inseridas, portanto, no conceito de regulação a criação de empresas públicas e sociedades de economia mista (artigo 173, da Constituição Federal de 1988), a prestação de serviço público (artigo 175, da Constituição Federal de 1988) e a exploração de monopólio pela União (artigo 177, da Constituição Federal de 1988).

A atuação do Estado, como agente normativo e regulador da atividade econômica (artigo 174, da Constituição Federal de 1988), abrange as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, que devem auxiliar na reparação das falhas de mercado, com a finalidade de

orientar os setores público e privado na persecução dos objetivos da ordem econômica constitucional (artigo 170, da Constituição Federal de 1988). Os órgãos da administração pública responsáveis pelo exercício da atividade regulatória estatal devem obedecer, além de outros princípios, ao da eficiência (artigo 37, da Constituição Federal de 1988), para que as regras estabelecidas promovam a harmonização entre maximização de resultados econômicos e promoção do bem-estar social, corrigindo as imperfeições dos mercados e assegurando a melhoria na qualidade de vida da população. A intermediação financeira, como espécie de atividade econômica, se subordina à regulação estatal que, neste setor, possui os objetivos de “garantir a estabilidade da moeda, preservar a solidez do sistema financeiro (liquidez e solvência das instituições financeiras), resguardar a confiança dos depositantes e investidores e proteger a poupança popular”, viabilizando uma eficiente transferência de recursos no mercado financeiro (WALD, 2002b, p. 28).

A estrutura normativa do Sistema Financeiro Nacional, que deve contribuir com a supressão das falhas de mercado, estimulando a formação de poupança e ampliando a oferta de crédito, encontra seu principal alicerce na Constituição Federal de 1988. A intervenção regulatória estatal nos mercados financeiros extrai sua sustentação de diversos preceitos constitucionais¹⁷, o que evidencia a importância assumida pela moeda e pelo crédito no estímulo da atividade produtiva, tornando-se indispensáveis ao crescimento econômico. O artigo 192, inserido no Capítulo IV (Do Sistema Financeiro Nacional), do Título VII (Da Ordem Econômica e Financeira), merece destaque, dentre os dispositivos constitucionais, por delimitar os objetivos da intermediação financeira, determinando que o Sistema Financeiro Nacional seja estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade.

A organização do Sistema Financeiro Nacional, no intuito de conter o processo inflacionário e contribuir para a utilização mais eficiente dos recursos, através de adequações na administração monetária federal e no regime jurídico das instituições financeiras privadas, já havia sido objeto da Lei 4.595 que, embora promulgada em 31 de dezembro de 1964, foi recepcionada como lei complementar pelo atual ordenamento constitucional, devendo, portanto, seguir as diretrizes da Ordem Econômica e Financeira. A Lei 4.595 de 1964

¹⁷ A regulação dos mercados financeiros se edifica sobre diferentes dispositivos constitucionais: o artigo 21, VII e VIII, o artigo 22, VI, VII e XIX, e o artigo 48, II, XIII e XIV abordam o controle do Estado sobre a emissão de moeda, fiscalização de operações de natureza financeira, política de crédito e garantia da poupança popular; o artigo 52, III, *d*, e o artigo 84, XIV tratam da prévia aprovação das autoridades monetárias; o artigo 109, VI, reserva aos juízes federais a competência para processar e julgar, nos casos determinados por lei, crimes contra o sistema financeiro e a ordem econômico-financeira; o artigo 164 determina que a competência da União para emitir moeda será exercida exclusivamente pelo banco central.

promoveu a reconfiguração do Sistema Financeiro Nacional, separando, de forma clara e definida, seus níveis normativo, com a criação do Conselho Monetário Nacional (CMN), autoridade responsável pela formulação da política da moeda e do crédito, e executivo, constituindo o Banco Central do Brasil (BACEN), autarquia federal incumbida de zelar pelo cumprimento das regras disciplinadoras da intermediação financeira¹⁸.

O marco regulatório estabelecido pela Lei 4.595 de 1964 se aplica a todas as instituições financeiras, assim entendidas as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros; equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas, de forma permanente ou eventual (artigo 17 e seu parágrafo único). As instituições financeiras desempenham um papel fundamental nas economias de mercado, ao internalizarem a atividade de intermediação de recursos, especializando-se em aproximar agentes econômicos superavitários e deficitários, o que reduz custos de transação na canalização da poupança para projetos de investimento. Entretanto, foi necessário estruturar um ambiente normativo, com o objetivo de assegurar a eficiência na alocação de recursos, através da criação de incentivos para que as instituições financeiras não adotem comportamentos geradores de falhas de mercado, prejudiciais à solidez do sistema.

A regulação do Sistema Financeiro Nacional apresenta como um de seus mais importantes princípios a proteção da transparência de informações, que assegura a igualdade no acesso às informações públicas, sobre as relações desenvolvidas nos mercados financeiros, para todos os participantes interessados, sem privilegiar qualquer deles, com a finalidade de garantir a neutralidade de oportunidades nos negócios (MOSQUERA, 1999, p. 269-270). As instituições financeiras, em respeito a este princípio, devem levantar balanços gerais a 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano, obrigatoriamente, com observância das regras contábeis

¹⁸ O Conselho Monetário Nacional, autoridade máxima do Sistema Financeiro Nacional, ao conduzir sua política, rumo ao progresso econômico e social do País, objetivará: propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas; regular a constituição, funcionamento e fiscalização dos que exercem atividades relacionadas à intermediação financeira, bem como a aplicação das penalidades previstas (artigos 2º, 3º e 4º, da Lei 4.595 de 1964). O Banco Central do Brasil, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, recebeu como atribuições: emitir moeda; exercer o controle do crédito sob todas as suas formas; exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas; exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta, ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizem (artigos 8º, 9º, 10 e 11, da Lei 4.595 de 1964).

estabelecidas pelo Banco Central do Brasil, no exercício de competência delegada pelo Conselho Monetário Nacional, gerando informações ao mercado, para que sejam avaliadas em sua situação financeira (artigo 31, da Lei 4.595 de 1964). A elevação da transparência de informações como princípio da regulação e sua aplicação, exemplificada no dispositivo legal citado, representam uma contribuição do ordenamento jurídico, na tentativa de reparar a incapacidade dos mercados financeiros de produzir informação como bem público.

As instituições financeiras privadas, segundo o disposto no *caput* do artigo 25, da Lei 4.595 de 1964, devem se constituir unicamente sob a forma de sociedade anônima. A Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre a disciplina jurídica das sociedades anônimas, estabelece na Seção IV (Deveres e Responsabilidades), do Capítulo XII (Conselho de Administração e Diretoria), dentre outras atribuições do administrador de companhia aberta, a obrigação de comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia (artigo 157, § 4º). O artigo 155, § 4º, da Lei 6.404 de 1976, por seu turno, veda a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Os administradores são solidariamente responsáveis, na órbita civil, pelos prejuízos causados em virtude do não-cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, como divulgar informações relevantes ao mercado e não as utilizar em benefício próprio ou de outrem (artigo 158, § 2º, da Lei 6.404 de 1976). A Lei 7.492, de 16 de junho de 1986, que define os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional, também tutela as informações, prevendo pena de reclusão e multa para o controlador e os administradores de instituição financeira, nos casos de divulgá-las de forma falsa ou prejudicialmente incompleta e de sonegá-las ou falseá-las para induzir ou manter em erro sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira (artigos 3º, 6º e 25). O controle das externalidades positivas e negativas existentes nos mercados financeiros recebe, destarte, o apoio da regulação, com a criação de incentivos, no campo da responsabilidade civil e penal, para que as instituições financeiras divulguem informações relevantes, não as utilizando em prejuízo de terceiros.

A Central de Risco de Crédito, criada pelo Conselho Monetário Nacional, através da Resolução 2.390, de 22 de maio de 1997, consolida dados de operações de

crédito realizadas no Sistema Financeiro Nacional, exigindo das instituições financeiras o envio, mensal, ao Banco Central do Brasil, de informações sobre o montante dos débitos de responsabilidade de seus clientes, pessoas físicas e jurídicas, cujo valor seja igual ou superior a cinco mil reais. As informações devem contemplar o nível de risco das operações do cliente, de acordo com a metodologia de provisão para créditos de liquidação duvidosa, estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, na Resolução 2.682 de 1999. As operações de crédito passam a ser classificadas, segundo esta metodologia, em ordem crescente de risco, nos níveis AA a H, e para cada nível, as instituições financeiras devem realizar, mensalmente, provisões que variam de 0,5% a 100%, sobre o valor total da operação. A maior disponibilidade de informações sobre tomadores de recursos, proporcionada pela Central de Risco de Crédito, faz desta um importante instrumento, não apenas para identificar, medir e controlar o risco de crédito, auxiliando na intermediação das instituições financeiras e na fiscalização do Banco Central do Brasil, mas para beneficiar os clientes, conferindo maior estabilidade ao sistema e reduzindo o custo de crédito de bons pagadores (ANDREZO; LIMA, 2002, p. 240-241 e 261-262).

A regulação do mercado de seguros obriga o segurado e o segurador a guardar, na conclusão e na execução do contrato, a mais estrita boa-fé e veracidade, tanto a respeito do objeto como das circunstâncias e declarações a ele concernentes (artigo 765, do Código Civil de 2002). O segurado perderá o direito à garantia se fizer declarações inexatas ou omitir circunstâncias que possam influir na aceitação da proposta ou na taxa do prêmio, bem como se agravar intencionalmente o risco objeto do contrato (artigos 766 e 768, do Código Civil de 2002). O segurado é obrigado a comunicar ao segurador, logo que saiba, todo incidente suscetível de agravar consideravelmente o risco coberto, sob pena de perder o direito à garantia, se provar que silenciou de má-fé (artigo 769, do Código Civil de 2002). O esforço do ordenamento jurídico, em desestimular comportamentos oportunistas e exigir divulgação de informações completas e verídicas, favorece o fortalecimento do mercado de seguros, permitindo às seguradoras uma melhor avaliação de risco dos segurados, o que resulta na criação de apólices mais baratas para os mais prudentes.

O dever de divulgar informações relevantes, passíveis de influir na compra ou venda de valores mobiliários, acompanhado da responsabilidade civil dos administradores de companhia aberta que o descumprirem (artigos 157 e 158, da Lei 6.404 de 1976), representam mecanismos jurídicos de redução da assimetria informacional, no mercado de capitais. As empresas que buscam financiar seus projetos de investimento, com a emissão de valores mobiliários, devem elaborar e publicar, ao fim de cada exercício social, demonstrações

financeiras, capazes de exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia (artigo 176, da Lei 6.404 de 1976). A Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, estipula no artigo 27-C, de seu Capítulo VII-B (Dos Crimes Contra o Mercado de Capitais), pena de reclusão e multa, para a conduta de realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, alterando artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, ou causar dano a terceiros.

A breve análise da Central de Risco de Crédito e da regulação dos mercados segurador e de capitais permite constatar a existência de instrumentos jurídicos, que se destinam a colaborar para a redução da assimetria informacional no Sistema Financeiro Nacional e, conseqüentemente, combater os efeitos negativos da seleção adversa. A Lei 7.492 de 1986 também inibe comportamentos oportunistas, geradores da seleção adversa, ao estabelecer, no artigo 10, pena de reclusão e multa, no caso de fazer inserir elemento falso ou omitir elemento exigido pela legislação em demonstrativos contábeis de instituição financeira, seguradora ou instituição integrante do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários. Os incentivos criados pela regulação, exigindo prestação de informações fidedignas e reprimindo condutas perniciosas à confiança nos mercados, auxilia na preservação da solidez do Sistema Financeiro Nacional, melhorando a qualidade dos agentes participantes, reduzindo o risco das operações e beneficiando a atuação diligente, com a redução no custo dos produtos e serviços financeiros.

A necessidade de assistir instituições financeiras em dificuldades levou o Conselho Monetário Nacional a autorizar, por meio da Resolução 2.197, de 31 de agosto de 1995, a constituição de um mecanismo, administrado por entidade privada, de proteção aos clientes, titulares de crédito. O Conselho Monetário Nacional aprovou, através da Resolução 2.211, de 16 de novembro de 1995, o regulamento e o estatuto do Fundo Garantidor de Créditos, que tem por objetivo prestar garantia de crédito, até o valor máximo de vinte mil reais por credor, nas hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou reconhecimento, pelo Banco Central do Brasil, do estado de insolvência de instituição financeira. O custeio da garantia a ser prestada pelo Fundo Garantidor de Créditos decorre, basicamente, de contribuições mensais das instituições financeiras participantes, consistindo em 0,025% sobre o montante dos saldos das contas correspondentes às obrigações objeto de garantia (depósitos à vista ou sacáveis mediante aviso prévio, depósitos de poupança, depósitos a prazo, com ou sem emissão de certificado, letras de câmbio, letras imobiliárias e letras hipotecárias) (ANDREZO; LIMA, 2002, p. 255-257).

Os instrumentos de garantia de depósito, como o Fundo Garantidor de Créditos, embora sejam constituídos para proteger a economia popular, acabam estimulando as instituições financeiras a realizar operações de maior exposição ao risco, confiantes no ressarcimento de pequenos depositantes, em caso de insolvência. A exposição excessiva das instituições financeiras, impulsionada pela garantia de depósito, deve ser contida por mecanismos jurídicos, que promovam incentivos à administração prudente de recursos, combatendo o problema do risco moral nos mercados financeiros. Neste sentido, o Banco Central do Brasil, como órgão responsável pela fiscalização da intermediação financeira, pode recorrer à responsabilidade solidária e à indisponibilidade de bens, presentes no Regime de Administração Especial Temporária, na intervenção e na liquidação extrajudicial, para coibir gestão temerária de instituição financeira, evitando situações de insolvência, que podem gerar uma crise generalizada no próprio Sistema Financeiro Nacional¹⁹.

O artigo 15, do Decreto-Lei 2.321, de 25 de fevereiro de 1987, determina que decretado o Regime de Administração Especial Temporária²⁰, respondem solidariamente com os ex-administradores da instituição financeira, pelas obrigações por esta assumidas, as pessoas naturais ou jurídicas que com ela mantenham vínculo de controle, independentemente da apuração de dolo ou culpa. A Lei 6.024, de 13 de março de 1974, estabelece a indisponibilidade de todos os bens dos administradores de instituições financeiras, no caso de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência; a indisponibilidade prevista poderá ser estendida aos bens de gerentes, conselheiros fiscais e aos de todos aqueles que, até o limite da responsabilidade estimada de cada um, tenha concorrido nos últimos doze meses, para a

¹⁹ As instituições financeiras privadas e as públicas não federais estão sujeitas, nos termos da Lei 6.024 de 1974, à intervenção ou à liquidação extrajudicial, em ambos os casos efetuada e decretada pelo Banco Central do Brasil (artigo 1º). A intervenção será efetuada quando se verificarem as seguintes anormalidades nos negócios sociais da instituição financeira: ocorrência de prejuízo, decorrente de má administração, sujeitando a riscos os seus credores; reiteradas infrações a dispositivos da legislação bancária; ocorrência de circunstâncias que caracterizem a falência da instituição, mas houver possibilidade de evitar-se a liquidação extrajudicial (artigo 2º). A liquidação extrajudicial da instituição financeira será decretada: em razão de ocorrências que comprometam sua situação econômica ou financeira; quando a administração violar gravemente as normas legais e estatutárias disciplinadoras da atividade da instituição; quando a instituição sofrer prejuízo que sujeite a risco anormal seus credores; quando cassada a autorização para funcionar, a instituição não iniciar, nos noventa dias seguintes, sua liquidação ordinária (artigo 15). A intervenção determina a suspensão, e, a liquidação extrajudicial, a perda do mandato, respectivamente, dos administradores e membros do Conselho Fiscal e dos de quaisquer outros órgãos criados pelo estatuto (artigo 50).

²⁰ O Banco Central do Brasil poderá decretar Regime de Administração Especial Temporária, na forma regulada pelo Decreto-Lei 2.321 de 1987, nas instituições financeiras privadas e públicas não federais, quando nelas verificar: prática reiterada de operações contrárias às diretrizes de política econômica ou financeira; existência de passivo a descoberto; gestão temerária ou fraudulenta de seus administradores; ocorrência de qualquer das situações descritas no artigo 2º da Lei 6.024 de 1974 (artigo 1º). A decretação da administração especial temporária não afetará o curso regular dos negócios da entidade nem seu normal funcionamento e produzirá, de imediato, a perda do mandato dos administradores e membros do Conselho Fiscal da instituição (artigo 2º).

decretação da intervenção ou da liquidação extrajudicial (artigo 36 e seu § 2º, *a*)²¹. O artigo 1º, da Lei 9.447, de 14 de março de 1997, estipula que a responsabilidade solidária dos controladores de instituições financeiras, presente no artigo 15, do Decreto-Lei 2.321 de 1987, aplica-se, também, aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial. A Lei 7.492 de 1986, ao prever, em seu artigo 4º, pena de reclusão e multa para gestão fraudulenta ou temerária de instituição financeira, complementa o conjunto de dispositivos legais que, responsabilizando os administradores pelos prejuízos causados por comportamentos menos diligentes, incentivados pela garantia de depósito, auxiliam no combate do risco moral.

O conflito de interesses subjetivos, na gestão de instituições financeiras, entre acionistas (principal) e administradores (agente), encontra ponderação na legislação que dispõe sobre a disciplina jurídica das sociedades anônimas. O acionista controlador²² deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (artigo 116, parágrafo único, da Lei 6.404 de 1976). O acionista controlador responde pelos danos causados aos demais acionistas, trabalhadores ou investidores, por atos praticados com abuso de poder, tais como: orientar a companhia para fim estranho ao objeto social; promover sua liquidação, transformação, incorporação, fusão ou cisão para obter vantagem indevida; alterar o estatuto, emitir valores mobiliários ou adotar políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia (artigo 117, da Lei 6.404 de 1976).

O direito essencial, assegurado aos acionistas, de fiscalizar a gestão dos negócios sociais se reforça com o dever, imposto ao administrador, de exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as

²¹ O posicionamento da jurisprudência, confirmando a indisponibilidade dos bens de administradores de instituições financeiras, pode ser exemplificado com a apelação em mandado de segurança nº 92.01.18250-3/DF, julgada pela 3ª Turma do Tribunal Regional Federal da 1ª Região: “Nos termos do art. 36 da Lei 6.024/74, uma vez decretada a liquidação extrajudicial de instituição financeira, os bens dos seus ex-administradores se tornam indisponíveis, até a apuração e liquidação final de suas responsabilidades. A medida não traduz ofensa ao direito de propriedade garantido na Constituição, posto que não há perda do domínio, o que somente se verificará em processo judicial, na ação de responsabilidade prevista na lei.” (BRASIL, 1998b, p. 926). Neste sentido, o recurso especial nº 86.431/DF, julgado pela 1ª Turma do Superior Tribunal de Justiça, que acrescenta: “[...] Os administradores, solidariamente, assumindo obrigações por todos os seus atos de gestão, delas somente se desobrigam depois de cumpridas, porque respondem ‘a qualquer tempo, salvo prescrição extintiva, pelos atos que tiverem praticado ou omissões em que houvessem incorrido’. [...]” (BRASIL, 1998a, p. 936).

²² Entende-se por acionista controlador, nos termos do artigo 116, da Lei 6.404 de 1976, a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

exigências do bem público e da função social da empresa (artigos 109 e 154, da Lei 6.404 de 1976). O embate entre a persecução de metas próprias, pelos administradores de instituições financeiras, e o aumento no lucro da atividade, para distribuição de maiores dividendos aos investidores, caracteriza as relações de agência, que se amenizam com o auxílio dos incentivos presentes no regime jurídico das sociedades anônimas. O conflito de interesses entre agente e principal, relacionado aos reflexos externos da atividade financeira, também encontra apaziguamento na Lei 6.404 de 1976, ao estabelecer que o conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais (artigo 154, § 4º).

O conjunto de normas abordado representa apenas alguns dos instrumentos jurídicos, oferecidos pelo ordenamento pátrio, para auxiliar no combate das falhas de mercado, existentes na intermediação financeira. A internacionalização dos mercados financeiros exige, no entanto, esforços conjuntos na padronização de regras de conduta, para incentivar a divulgação de informações, coibir abusos de poder, controlar a exposição ao risco e proteger a poupança popular. Neste sentido, merece destaque o primeiro Acordo de Capitais da Basiléia, ratificado pelo Conselho Monetário Nacional, através da Resolução 2.099, de 17 de agosto de 1994, que adota uma metodologia sobre níveis mínimos de capital, baseada na exigência de patrimônio líquido compatível com o grau de risco das operações ativas realizadas pela instituição financeira. A propagação de informações públicas, nas relações financeiras, também se insere nas recomendações multilaterais, para a disciplina dos mercados financeiros, levando o Acordo da Basiléia II a estabelecer orientações que se destinam a incentivar a divulgação de informações (*disclosure*) e a adoção de maior transparência pelas instituições financeiras²³.

²³ O processo de integração econômica e internacionalização de capitais ensejou a criação, em 1974, do Comitê de Regulação Bancária e Práticas de Supervisão (Comitê da Basiléia), formado por diversos países, no intuito de ampliar a colaboração entre autoridades reguladoras dos mercados financeiros. Os países participantes do Comitê da Basiléia elaboraram um guia de recomendações, em 1988, conhecido como Acordo de Capitais da Basiléia, objetivando definir e padronizar normas de controle e fiscalização das instituições financeiras, com a finalidade de reduzir os riscos no setor financeiro e preservar sua estabilidade, nos planos nacional e internacional. Este acordo estabelecia, basicamente, padrões mínimos de capital e patrimônio líquido, em função do nível de risco das operações ativas. As críticas realizadas sobre o acordo resultaram em novos debates, conduzindo o Comitê da Basiléia a propor, no ano de 2003, o Novo Acordo de Capitais (Acordo da Basiléia II). Este novo acordo mantém a exigência de uma reserva mínima de capitais e cria orientações para estimular a divulgação de informações, de forma sistemática. As novas regras são obrigatórias apenas para os 13 países-membros do atual Comitê de Supervisão da Basiléia (Alemanha, Bélgica, Canadá, Espanha, Estados Unidos, França, Grã-Bretanha, Holanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Suécia e Suíça), mas vários países deverão incorporá-las para garantir inserção nos mercados financeiros mundiais (PINHEIRO; SADDI, 2005, p. 464-465).

A preocupação em regular a intermediação financeira, tanto na esfera nacional, quanto na internacional, além dos objetivos de assegurar a eficiência econômica e defender o interesse público, com a supressão das falhas de mercado, decorre da necessidade de tutelar, em última instância, a confiança do público poupador no sistema financeiro. As instituições financeiras, especialmente os bancos, ao transformarem recursos líquidos, captados através de depósitos a vista, em ativos de médio e longo prazos, representando o crédito concedido, operam com descasamento entre seus ativos e passivos. A quebra de um banco pode abalar a confiança dos clientes de outras instituições, levando-os a procurar suas agências para sacar os seus depósitos (“corrida bancária”); como parcela dos valores depositados está inserida em empréstimos a prazo, as instituições não são capazes de honrar, imediatamente, todos os saques de seus clientes, acarretando uma crise de liquidez generalizada, comprometendo a solidez do sistema financeiro. Este efeito dominó, que pode contaminar boa parte das instituições financeiras do mercado, mesmo em situação de solvência, se denomina *risco sistêmico* e pode se alastrar para outros setores da economia, afetando as atividades de unidades familiares e empresas, titulares dos recursos depositados.

A fidúcia dos agentes econômicos nas instituições e a correção de imperfeições na intermediação financeira recebem importantes contribuições dos instrumentos regulatórios disponibilizados pelos ordenamentos jurídicos locais e acordos internacionais. O crescimento de longo prazo, determinado pelo nível de investimento da economia, financiado com a canalização da poupança, requer previsibilidade e confiança na estabilidade dos mercados financeiros, que decorrem da conjugação de esforços entre órgãos reguladores e demais envolvidos na intermediação financeira. A regulação do Sistema Financeiro Nacional deve auxiliar na reparação das falhas de mercado, assegurando a eficiência na mobilização da poupança para os investimentos produtivos, de modo a promover o desenvolvimento equilibrado do País; e deve também, no intuito de servir aos interesses da coletividade, criar incentivos para impulsionar projetos socialmente responsáveis, estimulando o direcionamento de recursos dos mercados financeiros às empresas que os executam.

2.2 Estrutura do mercado de capitais

O mercado de capitais se insere no sistema financeiro como um importante segmento composto por mercados organizados e instituições, que operam instrumentos de crédito de médio e longo prazos, para o financiamento das empresas. Este mercado abrange,

basicamente, operações com títulos e valores mobiliários, que se configuram como ativos financeiros, representativos do patrimônio empresarial, utilizados para captar poupança e aplicá-la em empreendimentos. A emissão de títulos e valores mobiliários se constitui em mais uma fonte de recursos, adicionada ao autofinanciamento e aos empréstimos junto a terceiros (setor público ou sistema bancário privado), crescentemente utilizada²⁴ por viabilizar a expansão das atividades empresariais, ao mesmo tempo em que possibilita a diversificação do risco de cada investimento.

A primeira negociação de um título ou valor mobiliário emitido pela empresa ocorre no *mercado primário*, gerando recursos que serão destinados ao financiamento de novos empreendimentos. Estes ativos financeiros colocados no mercado primário podem ser subscritos pelos acionistas ou ofertados aos demais agentes econômicos superavitários, neste caso através das bolsas de valores (forma raramente utilizada) ou, principalmente, do mercado de balcão. O mercado primário, ao proporcionar o efetivo ingresso de recursos na empresa, para a realização de investimentos necessários ao seu crescimento, contribui com o aumento da produção, com a ampliação da oferta de empregos e, conseqüentemente, com o desenvolvimento socioeconômico.

O lançamento de títulos ou valores mobiliários no mercado primário apresenta inúmeras vantagens para a empresa emissora, em relação às demais formas de financiamento, fornecendo recursos não-exigíveis, que podem ser aplicados na amortização de créditos contraídos, na aquisição de equipamentos ou na ampliação das instalações. A oferta pública de títulos ou valores mobiliários torna a empresa mais conhecida no mercado, possibilitando o incremento de negócios, e aumenta seu patrimônio líquido, ampliando suas alternativas futuras de financiamento. A empresa se beneficia colocando ativos financeiros no mercado primário, pois consegue a participação da poupança popular em seus empreendimentos, compartilhando os riscos de retorno dos recursos com os investidores (ELIAS; GAMA, 1979, p. 138-139).

A colocação dos títulos ou valores mobiliários, no mercado primário, está condicionada à possibilidade de serem transferidos para futuros interessados em sua aquisição, ou seja, à existência de um mercado organizado capaz de conferir liquidez aos papéis. Sendo assim, o ingresso de recursos na empresa, embora ocorra somente no mercado primário, depende do regular funcionamento do *mercado secundário*, no qual os ativos

²⁴ O volume das emissões de títulos no mercado de capitais brasileiro marcou novo recorde em 2005, ao somar R\$ 34 bilhões até o final de maio (VIEIRA, 2005, p. C1). Os recursos obtidos com as emissões estão sendo utilizados pelas empresas para reforçar o capital de giro (SILVA JÚNIOR, 2005, p. C1).

financeiros já adquiridos por investidores podem ser livremente negociados. As transferências de títulos ou valores mobiliários entre investidores, caracterizando as operações do mercado secundário, podem ser realizadas no mercado de balcão, mas a maior parte dos negócios se efetua através das bolsas de valores.

As entidades do mercado de balcão organizado e as bolsas de valores, responsáveis pela negociação de ativos financeiros nos mercados primário e secundário, prestam serviços semelhantes, fundamentais ao regular funcionamento do mercado de capitais, dentre os quais podem ser ressaltados: manter local e sistema adequados à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por elas próprias, pelos participantes e pelas autoridades competentes; dotar permanentemente o recinto de negociação e o sistema de todas as facilidades necessárias à pronta e eficiente realização e visibilidade das operações; estabelecer sistemas de negociação que propiciem continuidade de preços e liquidez ao mercado; preservar elevados padrões éticos de negociação, estabelecendo normas de comportamento para os participantes, fiscalizando sua observância e aplicando penalidades aos infratores; divulgar com rapidez, amplitude e detalhes as operações realizadas. As entidades do mercado de balcão organizado se distinguem das bolsas de valores por concentrarem as operações do mercado primário e realizarem negociações exclusivamente através de sistema informatizado; já as bolsas de valores concretizam a grande maioria das transações do mercado secundário e promovem o encontro de seus membros nas salas de pregão, para compra e venda de títulos e valores mobiliários.

A oferta de ativos financeiros no mercado de capitais expõe as empresas ao julgamento público, uma vez que os investidores avaliam a viabilidade dos empreendimentos, canalizando seus recursos de acordo com a probabilidade de gerarem maior rentabilidade. O bom desempenho da atividade econômica reflete na cotação dos títulos ou valores mobiliários emitidos pela empresa, acarretando uma demanda para adquiri-los superior à oferta; por outro lado, o insucesso da atuação da empresa ocasiona o declínio na cotação de seus ativos financeiros, representando a desaprovação do empreendimento pela sociedade, que se negará a lhe conceder suas poupanças. A negociação de títulos ou valores mobiliários se constitui, portanto, em uma eficiente alternativa de financiamento, pois os investidores passam a cobrar o retorno dos recursos aplicados, obrigando o administrador da empresa a prestar contas sobre as decisões de investimento e a traçar expectativas de resultados que deverá cumprir (OLIVEIRA, M., 1988, p. 82).

Os ativos financeiros incorporam as expectativas dos investidores sobre o desempenho das empresas que os emitem, sendo avaliados, em termos de retorno e risco, segundo os dados por elas disponibilizados no mercado. A liberdade de negociação de títulos e valores mobiliários destaca a indispensabilidade da ampla divulgação de informações, especialmente sobre a situação econômico-financeira das empresas, para embasar as decisões dos investidores em concretizar operações de compra e venda dos papéis, permitindo o desenvolvimento do mercado de capitais. A veiculação pública de informações, de forma permanente e sistemática, fornece ao investidor subsídios para uma análise mais criteriosa das condições do empreendimento, constituindo-se em fator determinante para que o mercado de capitais mobilize recursos com eficiência.

O mercado de capitais, caracterizado pelo fluxo de valores mobiliários através dos mercados primário e secundário, destaca-se como alternativa de financiamento para as empresas, em razão dos seguintes benefícios que promove: compatibiliza os objetivos conflitantes de poupadores e investidores, em relação ao tipo de investimento e ao grau de liquidez (conversão de ativos líquidos em ativos fixos); concilia a oferta de recursos em curto prazo dos poupadores, com a necessidade de recursos de médio e longo prazos dos investidores (transformação dos prazos das operações); transforma pequenos e médios montantes de capital, acumulados por diferentes poupadores, em grandes montantes a serem utilizados pelos investidores (transformação dos montantes de capital); dilui diferentes graus de risco de aplicações específicas, transformando uma série de investimentos de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez em outras obrigações de maior segurança, de curto prazo e com liquidez (transformação de riscos); cria ativos padronizados, como ações e debêntures, que facilitam as atividades de poupança e investimento (transferência de recursos); aumenta o fluxo de informações no que concerne à oferta e demanda dos recursos (divulgação de informações) (MELLO, P., 1979, p. 28-29).

As empresas buscam se capitalizar, nos mercados financeiros, angariando recursos de terceiros, para aplicar em seus projetos de expansão, assegurando, com isso, a perenidade de suas atividades produtivas. Os investimentos realizados pelas empresas, para aumentar a capacidade de produção, geralmente exigem grande quantidade de recursos e longo período de maturação, incompatíveis com o pequeno volume de poupança alcançado pelo autofinanciamento e com o curto prazo das operações realizadas pelo mercado de crédito. O mercado de capitais emerge, então, como o segmento do sistema financeiro mais adequado para financiar empreendimentos como ampliação de instalações e desenvolvimento de tecnologia, que demandam expressivos montantes de recursos e maiores prazos de

concretização, pois os títulos e valores mobiliários emitidos pelas empresas, e nele negociados, permitem a captação de maiores quantidades de poupança e resgate em períodos mais dilatados.

O financiamento privado de longo prazo realizado no mercado de capitais, embora imprescindível ao crescimento de qualquer economia capitalista, pode ser apontado como a grande lacuna do Sistema Financeiro Nacional. A principal razão para a escassez de instituições e instrumentos adequados ao financiamento do capital fixo das empresas reside no padrão industrial implementado no país, desde o início da industrialização pesada, caracterizado pela dominância de formas oligopólicas nos setores manufatureiros de maior destaque e pela concentração da propriedade do capital em empresas estrangeiras e estatais. Estas empresas encontravam no autofinanciamento e no acesso aos recursos do exterior a base financeira para ampliarem sua capacidade produtiva, enquanto a grande empresa privada nacional recorria aos recursos públicos subsidiados. A reprodução destas formas de financiamento inibiu o desenvolvimento de um mercado de capitais doméstico (CRUZ, 1994, p. 65-74).

A ausência de um mercado de capitais robusto, aliada à crônica falta de poupança interna e de seu direcionamento eficiente, dificultam a realização de investimentos em tecnologia, que necessitam de maiores volume de recursos e prazo de maturação, condenando o país à produção de *commodities*, de menor valor no mercado global, prejudicando o desempenho da balança comercial (KANDIR, 2001, p. 15). As empresas passam a se financiar, então, via instituições bancárias, pagando altas taxas de juros pelos empréstimos tomados, em decorrência da pequena disponibilidade de poupança, dos elevados recolhimentos compulsórios sobre os depósitos nos bancos comerciais e da concorrência dos títulos públicos federais na captação do crédito (BRANDÃO, 2000, p. 28-29). A exportação de produtos primários, financiada no mercado de crédito, deixa as empresas mais vulneráveis aos choques de câmbio, crédito e juros, na hipótese de depressão dos preços das mercadorias, ressaltando a necessidade de implementar um mercado de capitais eficiente, para reduzir a dependência do endividamento bancário, ampliar o financiamento através de instrumentos de participação e aumentar o acesso ao mercado externo na busca de recursos (CASTRO, 2002, p. 42-43).

O desenvolvimento do mercado de capitais, indispensável à alteração do perfil tecnológico do país, amplia as formas de financiamento das empresas, viabilizando a expansão da produtividade e, conseqüentemente, o crescimento econômico. A remoção dos obstáculos que prejudicam a solidificação deste importante canal de alocação de recursos não

depende apenas de medidas de política econômica, mas também da estipulação de um adequado arcabouço regulatório, destinado a assegurar a credibilidade na negociação de títulos e valores mobiliários. Neste sentido, o ordenamento jurídico deve estabelecer regras que garantam a ampla divulgação de informações e a proteção dos investidores, estimulando-os a transferir suas poupanças para os investimentos empresariais, incentivando o financiamento pela emissão de ativos financeiros no mercado de capitais.

2.2.1 Incentivos do ordenamento jurídico no mercado de capitais

O ordenamento jurídico estabelece regras de conduta que objetivam orientar a atividade dos homens em suas interações sociais e solucionar possíveis conflitos oriundos das relações intersubjetivas. A atividade econômica se configura como uma espécie de interação humana, desenvolvida no interior da sociedade, sofrendo, portanto, considerável influência das instituições jurídicas. A alocação dos direitos de propriedade sobre bens, a organização contratual da produção e a resolução judicial de disputas patrimoniais demonstram que os comandos normativos interferem no exercício da atividade econômica, impondo custos ou benefícios aos participantes de uma transação no mercado. Nesta perspectiva, o Direito pode ser compreendido como um conjunto de incentivos para determinar o comportamento humano, criando estímulos econômicos que induzem a conduta dos agentes, afetando a eficiência do mercado.

A negociação de títulos e valores mobiliários se constitui em atividade econômica de financiamento das empresas, recebendo ingerências dos dispositivos legais, que podem contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais ou prejudicar seu funcionamento. A obtenção de níveis adequados de financiamento de longo prazo, realizado neste segmento do mercado financeiro, está diretamente relacionada com a capacidade do sistema jurídico de manter um ambiente propício aos negócios, criando uma entidade reguladora independente e aparelhada para fiscalizar a colocação dos ativos. O eficiente desempenho do mercado de capitais depende, ainda, de uma organização institucional dotada de instrumentos legais que se destinem à garantia de ampla divulgação de informações sobre os ativos negociados e sobre a situação econômico-financeira das empresas emissoras. O estabelecimento de normas de proteção aos investidores também se torna indispensável para estimular o investimento através do mercado de capitais, pois diminui o risco do empreendimento, reduz o custo de capital e, conseqüentemente, eleva o valor das empresas.

O Mercado de Capitais Brasileiro recebeu, pela primeira vez, uma disciplina específica, com a promulgação da Lei 4.728, de 14 de julho de 1965. O regime jurídico implementado pela referida lei apresentava, como objetivos básicos, o estabelecimento de padrões de conduta para os participantes do mercado de capitais, a criação de novas instituições, bem como o fortalecimento das existentes, e a concessão de incentivos às companhias que abrissem seu capital. As atribuições legais conferidas ao Conselho Monetário Nacional e ao Banco Central do Brasil, na disciplina e fiscalização do mercado de capitais, deveriam ser exercidas com a finalidade de: facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitissem; proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exercessem, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários; disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários; regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio (artigo 2º, da Lei 4.728 de 1965).

O Banco Central do Brasil figurava como órgão administrativo do mercado de capitais, incumbido de zelar pela aplicação das normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional, devendo fiscalizar o funcionamento das bolsas de valores e as operações envolvendo títulos e valores mobiliários. A publicidade da situação econômica e financeira das sociedades emissoras, a utilização de informações não divulgadas ao público e a proteção dos interesses dos portadores de títulos e valores mobiliários representavam importantes preocupações na legislação do mercado de capitais. A violação dos dispositivos da Lei 4.728 de 1965 autorizava o Banco Central do Brasil a aplicar, aos infratores, penalidades como advertência, multa pecuniária, suspensão do exercício de cargos, inabilitação temporária ou permanente para o exercício de cargos em instituições financeiras e, até mesmo, detenção ou reclusão.

A crescente necessidade de captar recursos, para financiar a expansão da atividade empresarial, ocasionou um processo de atualização dos instrumentos legais, renovando os mecanismos que viabilizam empreendimentos de grande vulto. Neste sentido, a regulação do mercado de capitais foi reestruturada, com a criação da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976; no mesmo ano, a disciplina das sociedades por ações, modelo adotado pelas grandes empresas, também foi reformulada pela Lei 6.404, de 15 de dezembro. A reforma pretendia

incentivar a mobilização voluntária da poupança privada para o setor empresarial, assegurando maior proteção ao acionista minoritário, com a criação de uma estrutura jurídica que fornecesse segurança ao investimento em ativos financeiros, negociados no mercado de capitais.

A Lei 6.385 de 1976 instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, que passou a fiscalizar as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas dele participantes, e aos valores nele negociados, assumindo as atribuições anteriormente exercidas pelo Banco Central do Brasil, neste segmento do sistema financeiro. O legislador entendeu necessária a constituição de um órgão especializado em regular o mercado de capitais, que não acumulasse a disciplina de outros setores do sistema financeiro, para dedicar maior atenção ao grande potencial de financiamento de longo prazo expresso na negociação de valores mobiliários. A Comissão de Valores Mobiliários recebeu, então, as incumbências de proteger os investidores, de evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado de capitais e de assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; especialmente, em relação às companhias abertas, que captam recursos da poupança popular, negociando valores mobiliários na bolsa ou no mercado de balcão, deve expedir normas aplicáveis à divulgação de informações sobre a situação econômico-financeira e sobre fatos relevantes ocorridos nos negócios, permitindo melhor avaliação pelos investidores.

A disciplina das sociedades por ações, presente na sistemática da Lei 6.404 de 1976, procurou conceder aos empresários maior número de opções de valores mobiliários, permitindo-lhes escolher aqueles mais adequados ao tipo de empreendimento e às condições do mercado. Um regime baseado na responsabilidade de administradores e acionistas controladores, para com o objeto da companhia e sua função social, adicionado às normas de proteção ao acionista minoritário contra abuso de poder, objetivaram reduzir o risco do investimento em valores mobiliários. Um sistema de ampla divulgação de informações (*disclosure*) também foi institucionalizado com a promulgação da Lei 6.404 de 1976, determinando que as demonstrações financeiras das companhias abertas devem ser obrigatoriamente auditadas por auditores independentes, conferindo maior transparência ao mercado de capitais.

A abertura da economia à concorrência de produtos estrangeiros, demandando maior flexibilidade da legislação societária para a reestruturação empresarial, e a crescente privatização, através da alienação do controle de empresas estatais, impulsionaram adaptações

nas Leis 6.404 e 6.385 de 1976. As profundas transformações estruturais no sistema produtivo brasileiro, desencadeadas pelo término do regime de economia fechada e pelo processo de desestatização, demonstravam a incompatibilidade dos dispositivos legais vigentes com as novas necessidades de capitalização das empresas, que não mais poderiam recorrer ao padrão de financiamento alicerçado no Estado e em empréstimos externos junto aos bancos. A Lei 9.457, de 5 de maio de 1997, foi, então, promulgada objetivando facilitar os processos de reorganização societária e de privatização das empresas sob controle estatal, além de alterar o poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários, aumentando a severidade das sanções e flexibilizando o procedimento administrativo sancionador.

Os processos de reorganização societária, implementados com a finalidade de aumentar a eficiência da atividade produtiva e fortalecer a presença das empresas no mercado, podem se concretizar de diversas formas, embora tenham se destacado, dentre elas, as operações de incorporação, fusão e cisão²⁵. A Lei 9.457 de 1997, visando tornar menos onerosas estas operações, promoveu alterações no artigo 137, da Lei 6.404 de 1976, no que tange ao direito de recesso, prerrogativa essencial do acionista, da qual não pode ser privado nem pelo estatuto nem pela assembléia geral, de retirar-se da sociedade nos casos previstos em lei, mediante o reembolso do valor de suas ações. O dispositivo alterado pela reforma de 1997 excluiu a operação de cisão como causa do direito de recesso e, nos casos de incorporação e fusão, suprimiu o direito de recesso para os titulares de ações de presumida liquidez ou dispersão²⁶.

A alienação do controle de companhia aberta, ou seja, a venda do bloco de ações que assegura a maioria de votos nas deliberações sociais, o poder de eleger a maioria dos administradores e de dirigir, efetivamente, as atividades da empresa, deveria ser realizada, no regime da Lei 6.404 de 1976, com garantia de tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações (artigos 254 e 255). O poder de controle acionário apresenta significativo valor econômico, que seria

²⁵ A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações (artigo 227, da Lei 6.404 de 1976). A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações (artigo 228, da Lei 6.404 de 1976). A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão (artigo 229, da Lei 6.404 de 1976).

²⁶ O artigo 137, II, *a* e *b*, da Lei 6.404 de 1976, com a redação conferida pela Lei 9.457 de 1997, determina os critérios de liquidez e dispersão. O direito de retirada somente será conferido, nos casos de incorporação e fusão, ao titular de ações: que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos à negociação em bolsas de futuros (liquidez); e de companhias abertas das quais se encontram em circulação no mercado menos da metade do total das ações por ela emitidas, entendendo-se por ações em circulação no mercado todas as ações da companhia menos as de propriedade do acionista controlador (dispersão).

apropriado exclusivamente pelo controlador, caso a lei não assegurasse tratamento equitativo aos acionistas minoritários, garantindo-lhes, pela venda de suas ações, o recebimento do mesmo preço pago às ações do bloco de controle. O objetivo de reduzir os custos dos projetos de privatização resultou no artigo 6º, da Lei 9.457 de 1997, que revogou o artigo 254 e os §§ 1º e 2º do artigo 255, da Lei 6.404 de 1976, extinguindo a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações dos acionistas minoritários por ocasião de alienação do controle acionário de companhia aberta, sendo ela dependente ou não de autorização governamental para funcionar.

O direito de recesso sofreu limitações, justificadas pela necessidade de desonerar processos de reestruturação societária, uma vez que seu exercício, nos casos de incorporação, fusão e cisão, poderia comprometer a estabilidade financeira da empresa, obstando rearranjos para fortalecê-la no mercado²⁷. A oferta pública foi extinta sob o argumento de representar obrigação adicional no mecanismo de alienação do controle acionário, necessário ao saneamento de empresas em dificuldades, que acabaria prejudicando a injeção de capital para recuperá-las²⁸. Todavia, não se pode olvidar das reais intenções do legislador de 1997, ao estabelecer um regime que, inequivocamente, privilegia a posição dos acionistas controladores em detrimento dos minoritários:

Para o Governo, os benefícios são evidentes: eliminado o direito de recesso na cisão, poderá promover tal modalidade de operação como “ajuste prévio” aos processos de privatização de empresas concessionárias de energia e telecomunicações, particularmente, *sem* a necessidade de pagar o valor de reembolso aos minoritários discordantes; extinguindo a oferta pública, poderá apropriar-se, integralmente, da mais valia decorrente da alienação de controle das companhias abertas sob seu controle, sem ter que dividi-la com os acionistas minoritários (EIZIRIK, 1998, p. 25).

A reforma implementada pela Lei 9.457 de 1997 apresentava, portanto, um defeito basilar: as alterações no direito de recesso e a supressão da oferta pública de ações,

²⁷ O direito de recesso permite ao acionista dissidente, na defesa de seus interesses patrimoniais afetados pela deliberação social, retirar-se da sociedade, mediante o reembolso do valor de suas ações. O pagamento do reembolso representa custo para a empresa, que passará, então, a tomar decisões contrárias aos interesses dos acionistas não-controladores, somente em situações estritamente necessárias ao bom funcionamento dos negócios. O direito de recesso representa, portanto, importante instrumento jurídico de contenção aos abusos praticados pela administração da sociedade, já que deliberações sociais prejudiciais aos interesses de não-controladores acarretam custos para a empresa; em outras palavras, o pagamento do reembolso, além de reduzir o lucro dos controladores, pode afetar a estabilidade financeira da companhia.

²⁸ A extinção da oferta pública obrigatória deu ensejo à prática de abusos pelos novos controladores de companhias abertas, em prejuízo dos acionistas minoritários, conforme esclarecem Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik (2002, p. 387): “Em alguns casos, após a aquisição do controle acionário, os novos controladores compravam no mercado quantidades significativas de ações de emissão das companhias, suas novas controladas, reduzindo gradativamente a liquidez de tais papéis, para depois promoverem o *fechamento de seu capital*, aos preços que lhes fossem mais convenientes.” Continuam: “Em outros casos, os novos controladores compravam lotes significativos de ações a preços diferenciados, pagando a alguns minoritários, que lhes eram mais caros, preços melhores.”

que deveriam ser aplicadas, exclusivamente, para solucionar entraves aos processos de privatização das empresas estatais, problema tópico, conjuntural e localizado, foram estendidas a todas as companhias existentes no País, modificando a disciplina de todas as sociedades por ações. As condicionantes impostas pelo legislador ao exercício do direito de recesso, como requisitos de liquidez ou dispersão das ações, representavam outro problema, pois somente poderiam ser exigidas se existisse um mercado de capitais amadurecido, estável e transparente, ainda hoje distante da realidade brasileira, em que preponderam sociedades fechadas de controle familiar. O tímido desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, colocando os acionistas minoritários em posição de falta de liquidez, ressalta o erro de perspectiva da legislação de 1997, ao extinguir a oferta pública de aquisição de ações, uma vez que as transferências de controle, envolvendo o pagamento de ágios apenas aos controladores, desestimulam o investimento acionário (PENTEADO, 2002).

O eficiente funcionamento do mercado de capitais depende da existência de uma multiplicidade de empresas emitindo títulos e valores mobiliários, do lado da oferta, e de uma grande quantidade de investidores dispostos a adquirir os ativos financeiros, do lado da demanda. A diversidade de agentes, negociando ampla variedade de títulos e valores mobiliários, permite aos investidores comprar e vender ativos com rapidez e variações de preço mais previsíveis, impondo maior respeito aos seus direitos, pelas empresas emissoras, que competem, no mercado de capitais, para atrair as poupanças. Os investidores sentir-se-ão estimulados a canalizar seus recursos, ao financiamento de empresas que possuam maior pulverização de papéis no mercado, facilitando a posterior alienação dos ativos financeiros, e lhes assegurem adequada proteção nas decisões sociais, reduzindo o risco de não receberem o retorno da poupança investida.

O mercado de capitais brasileiro não alcançou a atomização de oferta e demanda, necessária à eficiente canalização da poupança, se caracterizando pela participação de um grupo reduzido de sociedades, predominantemente, submetidas a forte controle familiar, que apresentam pequena dispersão de seus títulos e valores mobiliários, limitando a negociação dos mesmos. Os ativos financeiros emitidos pelas empresas se constituem, na maioria das vezes, em ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao seu exercício, que obstaculizam a participação dos investidores nas deliberações sociais, dificultando a defesa de seus interesses. A flexibilização do direito de recesso e da oferta pública, mecanismos de proteção aos acionistas não-controladores, utilizados em face de decisões sociais que interferem em suas posições patrimoniais, diminui drasticamente a opção pelo investimento em títulos e valores mobiliários, especialmente no Mercado de Capitais Brasileiro, onde as

possibilidades de alienação dos papéis são reduzidas, devido ao pequeno número de participantes, e os investidores não possuem representatividade na condução dos negócios empresariais.

As transformações nos institutos do direito de recesso e da oferta pública decorrente da aquisição de controle, motivadas pelos interesses políticos de desestatização e reestruturação empresarial, exemplificam os prejuízos que uma articulação oportunista dos mecanismos jurídicos pode acarretar no funcionamento do mercado. A supressão de direitos dos acionistas minoritários, ocasionada pela reforma de 1997, desestimulou o investimento em títulos e valores mobiliários, reduzindo, ainda mais, a canalização da poupança, já escassa, para suprir as necessidades de financiamento das empresas, resultando no enfraquecimento do mercado de capitais. Diante disto, a valorização das posições minoritárias figurou entre os objetivos iniciais de uma reforma para fortalecer o mercado de capitais, que culminou com a promulgação da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001.

O legislador de 2001 alterou substancialmente o artigo 137, da Lei 6.404 de 1976, revigorando o direito de recesso, para melhor tutelar os interesses das minorias acionárias. Os critérios de liquidez e dispersão das ações, empregados nas hipóteses de incorporação e fusão, passaram a ser exigidos cumulativamente, além de terem sofrido modificações seus parâmetros de aferição, no intuito de reduzir os casos em que pode ser negado o direito de recesso aos acionistas dissidentes²⁹. O direito de recesso foi restabelecido nas operações de cisão, embora restrito aos casos em que delas resultar: mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; redução do dividendo obrigatório; ou participação em grupo de sociedades (artigo 137, III, da Lei 6.404 de 1976). A revitalização do direito de recesso, não se pode deixar de anotar, atende aos interesses do Governo, uma vez que, praticamente encerrado o processo de desestatização, acabou ocupando posições minoritárias em várias companhias privatizadas³⁰.

²⁹ O exercício do direito de recesso, de acordo com a redação do artigo 137, II, da Lei 6.404 de 1976, alterada pela Lei 10.303 de 2001, não será conferido ao titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação.

³⁰ Modesto Carvalhosa e Nelson Laks Eizirik (2002, p. 272) advertem para os danos, à segurança das operações empresariais e à efetiva tutela dos minoritários, ocasionados pela visão tecnocrática e casuística do Direito Societário, que confere aos institutos legais uma feição meramente instrumental, de receitas em favor de uma ou de outra finalidade econômica, impossibilitando a adequada institucionalização do direito de recesso: “[...] ora é enfraquecido, para viabilizar ou reduzir os custos da privatização, ora é fortalecido, como ocorre com a Lei n. 10.303/2001, para aumentar o valor de posições acionárias minoritárias do governo federal.”

O instituto da oferta pública de aquisição de ações por ocasião da alienação do controle de companhia aberta, que havia sido eliminado do ordenamento jurídico pela Lei 9.457 de 1997, foi reintroduzido, com modificações, pela Lei 10.303 de 2001. O artigo 254-A, da Lei 6.404 de 1976, inserido pelo legislador de 2001, estabelece, nos casos de alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta, a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição das ações com direito a voto dos demais acionistas, assegurando-lhes o preço no mínimo igual a 80% do valor pago para cada ação integrante do bloco de controle. Sendo assim, a retomada da oferta pública, embora implementada para melhor amparar os direitos dos acionistas minoritários e, com isso, estimular novos investidores a aplicarem seus recursos no Mercado de Capitais Brasileiro, não adotou o princípio do tratamento igualitário, consagrando a diferença de preço entre ações da mesma espécie, ao atribuir maior valor econômico às ações ordinárias pertencentes aos controladores.

A reforma introduzida pela Lei 10.303 de 2001, além de revigorar o direito de recesso e a oferta pública, promoveu outras importantes alterações nos dispositivos da Lei 6.404 de 1976, visando melhor estruturar o mercado de capitais nacional, para torná-lo mais atrativo aos investidores: o registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado (fechamento de capital), mediante oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação, por preço baseado em critérios objetivos (artigo 4º, § 4º); o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas pelas novas companhias abertas (artigo 15, § 2º); as ações preferenciais passam a ter vantagens efetivas na distribuição de dividendos, para que o exercício do direito de voto possa delas ser retirado ou restringido (artigo 17); os acionistas minoritários, tanto ordinaristas, quanto preferencialistas, terão direito de eleger membro do conselho de administração, em votação em separado na assembléia geral (artigo 141, § 4º, § 5º e § 6º).

O legislador de 2001 também implementou reformas na disciplina da Lei 6.385 de 1976, abrangendo o elenco de valores mobiliários, a estipulação de crimes contra o mercado de capitais e a independência da Comissão de Valores Mobiliários. O instituto dos valores mobiliários, que delimita o âmbito de atuação da Comissão de Valores Mobiliários na regulação do mercado de capitais, foi ampliado com a incorporação dos títulos ou contratos de investimento coletivo e dos derivativos,

objetivando aumentar a proteção aos investidores³¹. A reforma ainda supriu lacuna da Lei 7.492 de 1986 (que disciplina os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional), ao inserir o Capítulo VII-B (Dos Crimes Contra o Mercado de Capitais) no corpo da Lei 6.385 de 1976, incriminando condutas anteriormente tratadas como ilícitos administrativos: manipulação do mercado (artigo 27-C); uso indevido de informação privilegiada (artigo 27-D); exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função (artigo 27-E).

A necessidade de conferir maior autonomia à Comissão de Valores Mobiliários, ampliando a eficácia de sua ação fiscalizadora, esteve presente entre os objetivos da reforma instituída pela Lei 10.303 de 2001, pelo Decreto 3.995, de 31 de outubro de 2001, e pela Medida Provisória número 8, de mesma data (convertida na Lei 10.411, de 26 de fevereiro de 2002). A nova redação do artigo 5º, da Lei 6.385 de 1976, concede à Comissão de Valores Mobiliários natureza de entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente (descabe recurso na esfera administrativa de suas decisões), ausência de subordinação hierárquica (não deve obediência ao titular ou a outro órgão do Ministério da Fazenda), mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes (extinção da demissibilidade *ad nutum* dos dirigentes), e autonomia financeira e orçamentária. Entretanto, a independência que se pretendeu atribuir à Comissão de Valores Mobiliários, indispensável para conter ingerências políticas de grupos de interesses sobre a atividade reguladora, foi relativizada, uma vez que suas decisões sancionatórias continuam sujeitas a recurso administrativo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, órgão integrante da estrutura do Ministério da Fazenda (artigo 11, § 4º, da Lei 6.385 de 1976) (FONSECA, 2004, p. 98).

O grau de autonomia com que a Comissão de Valores Mobiliários desempenha suas atribuições legais condiciona a eficiência do mercado de capitais, em razão do modelo de regulação deste segmento do sistema financeiro, baseado na disciplina das informações,

³¹ O artigo 2º da Lei 6.385 de 1976, com a nova redação introduzida pela Lei 10.303 de 2001, sistematiza o elenco de valores mobiliários, sendo eles: as ações, debêntures e bônus de subscrição, bem como os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos desses títulos; os certificados de depósito de valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. Excluem-se do regime da Lei 6.385 de 1976: os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

bastante sensível às manipulações de grupos de interesses. A transparência das informações se configura como princípio fundamental na disciplina do mercado de capitais, norteador as atividades fiscalizadora e normativa da autoridade reguladora³². A fidedignidade das informações financeiras divulgadas ao público constitui o alicerce da segurança na negociação de títulos e valores mobiliários, já que a regulação estatal não abrange a conveniência e a oportunidade dos empreendimentos financiados pelas emissões, deixando ao investidor a avaliação dos riscos de neles aplicar os seus recursos. Diante disto, o exercício independente do poder regulamentar pela Comissão de Valores Mobiliários, exigindo ampla e completa divulgação de informações, fiscalizando o cumprimento do dever de informar e reprimindo a utilização de informação privilegiada ou falsa, contribui para evitar a manipulação dos preços dos ativos financeiros, assegurando a transparência do mercado de capitais e, conseqüentemente, a atração de maior número de investidores.

A nova Lei de Falências (Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005), objetivando facilitar a recuperação de empresas viáveis em dificuldades e conferir maiores garantias aos credores, não pode deixar de ser apontada como um importante exemplo de incentivo do ordenamento jurídico ao fortalecimento do mercado de capitais. A recuperação judicial, que tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira, a fim de permitir a preservação da empresa, a esta possibilita o acesso a novos créditos durante sua vigência. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência (artigo 67). Os créditos quirografários pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial terão privilégio geral de recebimento em caso de decretação de falência (artigo 67, parágrafo único). O artigo 83, da Lei 11.101 de 2005, ao quebrar a prioridade do Fisco na classificação dos créditos, em benefício dos credores com garantia real, também auxilia na proteção dos

³² A consagração do princípio da transparência das informações pode ser observada em diversos dispositivos da Lei 6.385 de 1976 (como nos artigos 4º, 8º, 19 e 20); particularmente, em relação à competência normativa da Comissão de Valores Mobiliários, verifica-se a orientação do princípio quando a ela se atribui a expedição de normas, aplicáveis às empresas emissoras de ativos financeiros no mercado de capitais, versando sobre: a natureza das informações e a periodicidade de sua divulgação; relatórios da administração e demonstrações financeiras; padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários; a divulgação de deliberações sociais, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela empresa (artigo 22, § 1º).

agentes que confiam seus recursos às empresas, estimulando o financiamento da atividade econômica³³.

A incerteza sobre a estabilidade e a segurança dos contratos financeiros firmados sob jurisdição brasileira representa, em contrapartida, uma forma de intervenção deletéria do ordenamento jurídico no funcionamento do mercado de capitais. A *incerteza jurisdicional* se manifesta no risco de atos estatais alterarem o valor dos contratos financeiros durante sua vigência ou em sua cobrança, bem como nas decisões das cortes desfavoráveis aos credores, até mesmo pela demora dos pronunciamentos. A dificuldade de se quantificar as perdas oriundas da incerteza jurisdicional, especialmente em horizontes de prazo mais dilatados, impede que sejam compensadas por prêmios de risco, acarretando a resistência dos agentes privados em aplicarem suas poupanças em instrumentos de longo prazo. A instabilidade e a insegurança dos contratos financeiros, em decorrência de decisões judiciais que beneficiam o devedor³⁴, rompendo o pacto inicialmente celebrado, resultam na escassez de empréstimos de longo prazo e na elevação das taxas de juros dos empréstimos de curto prazo (BACHA, 2005, p. 169-170).

Os obstáculos ao exercício de direitos dos investidores, seja em razão de alterações oportunistas de institutos jurídicos, de ingerências políticas na autoridade reguladora, ou de quebras judiciais de contratos, aumentam o risco de retorno dos recursos aplicados, refletindo na diminuição do valor econômico de seus títulos e valores mobiliários. A queda nos preços desestimula a demanda pelos ativos financeiros, interferindo no fluxo da

³³ A importância das inovações implementadas pela Lei 11.101 de 2005, em relação ao fomento dos mercados financeiros, reside na maior proteção dos credores, especialmente, dos que não abandonam a empresa nos momentos de crise econômico-financeira, buscando alterar a dinâmica que o regime falimentar do Decreto-Lei 7.661, de 21 de junho de 1945, impunha aos agentes econômicos: “[...]. Assim que uma determinada empresa começava a apresentar dificuldades financeiras, o sistema bancário reduzia substancialmente a concessão de crédito, uma vez que a prioridade dada aos passivos trabalhista e fiscal nos casos de falência tornava menos provável o pagamento dos créditos concedidos. Em face dessa diminuição de crédito, a firma começava, por necessidade de caixa, a atrasar o pagamento de impostos. Os credores, em consequência, tornavam-se receosos de não reaver seus créditos, limitavam ainda mais sua disponibilidade financeira e não raro executavam as garantias concedidas pela empresa, cuja saída mais provável era retardar o máximo possível o pagamento dos tributos devidos. Uma vez que muito raramente os credores restantes se atreviam a pedir sua falência, pois isso praticamente significava não receber o que lhes era devido, a firma, enquanto o fisco, por diversas razões, também não fazia o pedido falimentar, entrava em uma situação cada vez mais difícil de ser revertida, até ser obrigada a encerrar suas atividades.” (TEIXEIRA, 2005, p.133).

³⁴ Vincenzo Demétrio Florenzano (2004, p. 149), discutindo a articulação dos institutos jurídicos em favor dos devedores, como nos casos de quebra de contratos e de estipulação de normas excessivamente protetivas, argumenta que a estrutura de incentivos por ela criada conduz as instituições financeiras a restringirem a oferta de crédito para alguns segmentos de consumidores e a repassarem os custos da inadimplência para os bons pagadores, na forma de taxas de juros mais elevadas: “[...] consideramos oportuno lembrar a advertência de Posner [...], segundo a qual essas normas que, aparentemente, favorecem os devedores em detrimento dos credores, em verdade, não transferem renda da classe credora à classe devedora. Pelo contrário, transferem renda dos devedores prudentes e pontuais para os imprudentes e imptuntuais, sendo, portanto, uma norma ineficiente do ponto de vista econômico e do próprio ideal de justiça.”

poupança, que passa a deixar o mercado de capitais, em busca de maior rentabilidade. A diminuição na oferta de recursos, destinados à aquisição de títulos e valores mobiliários, restringe as alternativas de financiamento, inibindo a canalização da poupança para estes instrumentos de longo prazo, fundamentais à expansão da atividade empresarial. A escassez de poupança, por sua vez, obriga as empresas a oferecerem maiores retornos aos ativos financeiros emitidos, visando atrair os investidores, o que acarreta o encarecimento dos recursos tomados no mercado de capitais.

A expansão do Mercado de Capitais Brasileiro requer, portanto, maiores proteção e respeito aos direitos dos investidores, para que seja criado um ambiente de negócios mais seguro e atrativo, com redução no risco associado ao investimento em instrumentos de longo prazo, ampliando, conseqüentemente, o volume de crédito na economia. Neste sentido, a reforma introduzida pela Lei 10.303 de 2001, ao revigorar o direito de recesso e a oferta pública, aprimorar os regimes do fechamento de capital e das ações preferenciais, determinar a representatividade dos acionistas minoritários no conselho de administração, ampliar o elenco de valores mobiliários, definir os crimes contra o mercado de capitais e conferir maior autonomia à Comissão de Valores Mobiliários, representa significativa contribuição ao fortalecimento das posições patrimoniais de investidores (acionistas e credores) e à fiscalização do mercado de capitais. As inovações implementadas pela nova Lei de Falências (Lei 11.101 de 2005), favorecendo a recuperação de empresas em dificuldades e assegurando maiores garantias aos credores, também colabora para a propagação do financiamento de longo prazo, através da emissão de títulos e valores mobiliários. Contudo, todas estas alterações promovidas pelo ordenamento jurídico, mesmo configurando progresso na defesa dos investidores, não são suficientes para consolidar o desenvolvimento do mercado de capitais, o que exige de seus participantes o estabelecimento de regras de conduta, por eles próprios confeccionadas, para suprir as falhas e omissões legislativas.

2.2.2 Auto-regulação do Mercado de Capitais Brasileiro

O ordenamento jurídico muitas vezes auxilia na reparação de imperfeições observadas no mercado de capitais, estabelecendo normas que asseguram a transparência das informações nele divulgadas e a maior proteção aos direitos dos investidores. No entanto, delineado por decisões políticas e escolhas legislativas, o mercado de capitais se encontra vulnerável aos interesses dos grupos que as determinam, podendo representar entrave ao seu

desenvolvimento as modificações oportunistas no aparelho institucional, principalmente se delas resultar insegurança na negociação de títulos e valores mobiliários. Sendo assim, destaca-se a atividade auto-reguladora exercida pelos próprios agentes econômicos, solidificando comportamentos favoráveis à negociação de ativos financeiros, o que contribui para aprimorar a legislação, complementando e induzindo mudanças no marco regulatório, além de limitar influências políticas na disciplina do mercado de capitais.

O aumento do intercâmbio entre diferentes mercados, proporcionado pela globalização financeira, elevou a concorrência pela captação de recursos, levando os investidores a canalizarem suas poupanças para as empresas que ofereçam maiores segurança e transparência às operações envolvendo títulos e valores mobiliários. A ampliação das exigências dos investidores passou a refletir na administração das empresas, alterando a forma de condução dos negócios, bem como o relacionamento com os diversos atores abrangidos pela atividade econômica. A pressão exercida não somente pelos investidores, mas também por trabalhadores, consumidores e pela própria comunidade, para que seus interesses sejam respeitados pelas empresas, pois a elas dedicam seus recursos e seu trabalho, resultou na reformulação das estratégias de gestão, estimulando maior adesão às práticas de governança corporativa³⁵.

O sistema de gestão denominado *governança corporativa* se constitui no conjunto de práticas voltadas à otimização do desempenho de uma companhia, através da proteção de todas as partes abrangidas pelo processo produtivo, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Estas práticas envolvem, principalmente, a transparência das informações disponibilizadas no mercado, a equidade de tratamento dos acionistas e a prestação de contas dos resultados da atividade. A adoção das práticas de governança corporativa atrai os investidores, pois reduz o risco de terem seus recursos apropriados indevidamente pelos acionistas controladores, repercutindo na diminuição do

³⁵ O sistema de gestão das sociedades anônimas, conhecido como *corporate governance* (a tradução largamente utilizada no Brasil é *governança corporativa*), que privilegia a probidade, a transparência e a ampliação dos direitos dos minoritários, apresenta raízes nos Estados Unidos e na Inglaterra, resultado da reação dos investidores, especialmente dos institucionais, aos abusos praticados pelos administradores das grandes companhias. As práticas de governança corporativa, aplicadas no relacionamento das empresas com suas distintas contrapartes, passaram a ser reunidas em códigos de conduta, criados pelos próprios agentes econômicos, para afirmar o compromisso da gestão com o tratamento equitativo dos acionistas, com a transparência das informações divulgadas ao público (*full disclosure*), com a responsabilidade pelos resultados da atividade (*accountability*) e com a obediência às leis do país (*compliance*). O advento de diversas crises em grandes corporações, a ocorrência de escândalos financeiros nos Estados Unidos e a atuação dos investidores institucionais em vários países contribuíram, decisivamente, para que muitas empresas, no mundo todo, adotassem melhores práticas de governança corporativa (RIBEIRO, 2002, p. 165-168).

custo de capital da companhia, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 1).

As práticas de governança corporativa, criadas pelos próprios agentes econômicos, consolidaram-se como regras de conduta indispensáveis ao desenvolvimento do mercado de capitais, já que os investidores passaram a exigí-las, para realizarem a inversão de seus recursos. A necessidade de assegurar, juntamente com a persecução do escopo lucrativo, a proteção aos interesses de investidores, trabalhadores, consumidores e comunidade, uma vez reconhecida pelos participantes do mercado, levou o ordenamento jurídico a incorporar determinadas práticas de governança corporativa. Os regimes jurídicos das sociedades anônimas e do mercado de capitais têm buscado aprimorar a estrutura administrativa das empresas, definindo os poderes e as garantias de seus integrantes e pautando as relações societárias pelo princípio geral da boa-fé.

A necessidade de melhorar a adoção de práticas de governança corporativa, implementando uma administração societária mais transparente, no intuito de atrair investidores como forma alternativa de captação de recursos, constituiu o principal objetivo buscado pela Lei 10.303 de 2001. Todavia, o fortalecimento de mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, pretendido pela reforma de 2001, não foi plenamente alcançado, em decorrência da grande pressão exercida por grupos de interesse de acionistas controladores, que influenciaram o processo legislativo, realizando *lobby* para capturar legislação favorável à maximização de seus benefícios. A cultura nacional alicerçada sobre valores aristocráticos, atualmente, refletidos no apego à propriedade e ao controle das empresas, como formas tradicionais de manutenção do poder, também contribui para esclarecer a resistência do setor privado a uma significativa transformação na disciplina do mercado de capitais (GORGA, 2004).

A ingerência dos acionistas controladores no processo político, bem como o papel da cultura em barrar a criação de uma legislação eficiente, podem ser exemplificados em alguns dispositivos implementados pelo legislador de 2001. A nova redação do artigo 15, § 2º, da Lei 6.404 de 1976, estabelece que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas; entretanto, o artigo 8º, § 1º, III, da Lei 10.303 de 2001 permitiu, às companhias abertas existentes, a manutenção da proporção de até dois terços de ações preferenciais, em relação ao total de ações emitidas, inclusive em relação a novas emissões. O novo § 4º, do artigo 141, da Lei 6.404 de 1976, confere o direito de eleger um membro do conselho de administração, em votação em separado na assembléia geral, excluído o acionista controlador,

aos titulares de, pelo menos, 15% do total das ações com direito a voto e também aos titulares de ações preferenciais que representem, no mínimo, 10% do capital social; todavia, o § 7º, do mesmo artigo, assegurou ao acionista controlador o direito de eleger a maioria dos membros do conselho de administração.

A grande disparidade entre investimento e direito a voto, presente na disposição legal que permite às companhias abertas existentes manter a proporção de até dois terços de ações preferenciais, limita a capacidade de intervenção dos acionistas minoritários na administração da empresa, elevando o risco de expropriação de seus recursos pelos controladores. O direito de eleger um membro do conselho de administração, conferido tanto aos minoritários ordinaristas, quanto aos preferencialistas, não eleva a representatividade das minorias acionárias nas deliberações sociais, já que o acionista controlador pode eleger a maioria dos conselheiros, determinando as diretrizes da gestão, inclusive a destinação dos recursos captados junto aos investidores, bem como o retorno do capital investido.

A captura de legislação favorável impediu o estabelecimento de um adequado sistema de defesa dos acionistas minoritários, mantendo-os subordinados ao poder discricionário do controlador, o que agrava o problema das relações de agência, desestimulando o investimento no mercado de capitais. A grande maioria das alterações propostas pela Lei 10.303 de 2001 acabou se distanciando de seu objetivo precípua, ampliar direitos dos investidores, em razão de interferência política dos controladores no processo legislativo. A fragilidade da proteção legal dos investidores, embora não se deixe de reconhecer uma certa evolução com a reforma de 2001, exige esforços dos próprios agentes econômicos, que recorrem ao emprego da auto-regulação, buscando assegurar maior respeito aos interesses dos colaboradores da empresa.

A *auto-regulação* pode ser compreendida, basicamente, como a normatização e a fiscalização de determinada atividade, realizadas pelos próprios membros do mercado que a exercem, organizados em instituições ou associações privadas, no intuito de manter elevados padrões éticos. Os participantes do mercado passam, então, a se autopolicar no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos, ao invés de haver uma intervenção direta do Estado, sob a forma de regulação da atividade por eles desempenhada (EIZIRIK, 1982, p. 52). A estipulação de regras de conduta pelos participantes do mercado, além de contribuir para reparar as distorções políticas na confecção das leis, cria um mecanismo de incentivo à observância da regulação, estimulando a fiscalização mútua entre os agentes, uma vez que o desrespeito aos preceitos normativos acarreta vantagem econômica ao infrator.

A concorrência no sistema de mercado exige que os agentes econômicos promovam constantes aprimoramentos em seus processos produtivos e em suas estratégias, visando minimizar

custos, para perpetuarem suas atividades. A redução nas despesas da atividade produtiva geralmente acarreta a adoção de condutas que prejudicam os interesses de investidores, trabalhadores, consumidores, ou degradam o meio ambiente. Diante disto, o ordenamento jurídico estabelece normas balizadoras da atividade econômica, objetivando conter abusos praticados pelas empresas e, assim, proteger os interesses afetados pela competição no mercado. Estes dispositivos legais reguladores da atividade econômica, ao tutelarem direitos relativos aos investidores, trabalhadores, consumidores e meio ambiente, resultam na imposição de custos adicionais às empresas, pois delas exigem adequações em sua cadeia de produção.

A disputa por melhores posições no mercado muitas vezes estimula comportamentos oportunistas dos agentes, que passam a criar subterfúgios para burlar as regras disciplinadoras da atividade econômica, no intuito de reduzirem ao máximo os custos do processo produtivo. O descumprimento das normas por determinada empresa, a ela confere vantagem competitiva, pois os custos gerados pela regulação são repassados aos agentes econômicos que respeitam a legislação, aumentando os lucros da infratora (externalidade negativa). Sendo assim, os próprios agentes econômicos passam a se policiar no exercício da atividade produtiva, fiscalizando-se mutuamente no cumprimento dos dispositivos legais, para evitar que uma empresa viole regras, deixando de suportar os custos da regulação, e, com isso, obtenha maiores lucros em detrimento das demais (internalização da externalidade).

A auto-regulação influencia, portanto, a criação de um ambiente de maior estabilidade institucional e a eficiência do marco regulatório, já que os próprios agentes participantes do mercado, interessados em conter comportamentos oportunistas e apresentando conhecimento técnico e operacional especializado, podem exercer as funções normativa e fiscalizadora de forma mais rápida e eficaz, além de suportarem os custos delas decorrentes. Entretanto, as organizações auto-reguladoras, embora desempenhem relevante papel na complementação da atividade estatal, propondo reformas e zelando pela observância dos diplomas legais, não podem substituí-la, devendo ser monitoradas pelas autoridades públicas, para que sejam controlados os riscos de formação de cartéis regulando em causa própria e de conflitos de interesse na obtenção de vantagens econômicas com as regras emanadas (OLIVEIRA FILHO, 2005, p. 226-228).

As bolsas de valores se configuram como as principais organizações auto-reguladoras do mercado de capitais, colaborando com as autoridades públicas na promoção da transparência das informações e na defesa dos direitos dos investidores. A auto-regulação exercida pelas bolsas de valores encontra guarida no ordenamento jurídico, ao receberem a incumbência, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, de fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas (artigo 17, § 1º, da Lei 6.385 de 1976). A natureza jurídica

de direito privado conferida às bolsas de valores, pois podem ser estruturadas sob a forma de associações civis ou de sociedades anônimas, não deve obscurecer a relevante função de interesse público que desempenham, consistente em manter condições adequadas à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e aberto, especialmente organizado e fiscalizado por elas próprias, preservando elevados padrões éticos de negociação (artigo 1º, do regulamento anexo à Resolução 2.690 do Conselho Monetário Nacional, de 28 de janeiro de 2000, que disciplina as bolsas de valores).

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), mais importante centro de negociação de valores mobiliários do país, objetivando implementar boas práticas de governança corporativa, para fortalecer o Mercado de Capitais Brasileiro, criou três segmentos especiais de listagem, no exercício de sua atividade auto-reguladora. O Conselho de Administração da Bolsa de Valores de São Paulo aprovou, em dezembro de 2000, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2006a), o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2006b) e o Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 (BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2006c), estabelecendo, respectivamente, o segmento *Novo Mercado*, o segmento *Companhia de Nível 1* e o segmento *Companhia de Nível 2*, no intuito de ampliar os direitos dos acionistas e melhorar a qualidade das informações prestadas pelas companhias. A adesão aos segmentos de listagem ocorre, voluntariamente, através da celebração de contrato com a Bolsa de Valores de São Paulo, que prevê sanções no caso de descumprimento do regulamento pela empresa listada³⁶.

³⁶ As empresas listadas no segmento *Companhia de Nível 1* se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária: realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital; melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; informação de negociação de ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores; divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos. A classificação como *Companhia de Nível 2* exige, além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, que a sociedade e seus controladores adotem um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários: Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de um ano; disponibilização de balanço anual seguindo as normas *US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles)* ou *IAS (International Accounting Standards Committee)*; extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores em casos de venda do controle da companhia e de no mínimo 80% desse valor para os detentores de ações preferenciais; obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação nesse nível; direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, bem como aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo econômico; adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários. O ingresso no *Novo Mercado* requer da companhia, seus controladores e seus administradores, a observância das práticas exigidas no Nível 2 e, adicionalmente, o compromisso de não emitir ações preferenciais, mantendo o capital social dividido apenas em ações ordinárias.

A edição dos regulamentos de listagem pela Bolsa de Valores de São Paulo encontra como principal fundamento legal o artigo 21, § 4º, da Lei 6.385 de 1976, que confere a cada bolsa de valores o poder de estabelecer requisitos próprios para a admissão dos valores à negociação no seu recinto, mediante prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários. A Instrução 312 da Comissão de Valores Mobiliários, baixada em 13 de agosto de 1999, reconhece, em seu artigo 2º, este poder regulamentar da bolsa de valores de estabelecer requisitos mínimos para a admissão de valores mobiliários à negociação em seu recinto ou sistema. O poder disciplinar da Bolsa de Valores de São Paulo, na aplicação de sanções pelo descumprimento dos regulamentos de listagem, diferentemente do poder regulamentar que possui sustentação legal, apresenta fundamento contratual, nos pactos celebrados, voluntariamente, com controladores, administradores e companhia listada³⁷.

Os regulamentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, ao estabelecerem a ampliação dos direitos concedidos aos acionistas e a melhoria na qualidade das informações prestadas pelas empresas, permitem que as ações das companhias aderentes sejam negociadas em condições de maior valorização e liquidez. A importante contribuição da Bolsa de Valores de São Paulo na promoção de melhores práticas de governança corporativa, incentivando a dispersão acionária e a maior proteção aos investidores, torna-se especialmente evidente no Mercado de Capitais Brasileiro, onde predominam empresas com alto grau de concentração do capital votante: as estruturas de controle e propriedade geram efeitos sobre a avaliação das empresas pelo mercado; a concentração de direitos de votos nas mãos dos acionistas controladores aumenta a possibilidade de expropriação dos minoritários, acarretando benefícios privados do controle, não divididos com as minorias; as empresas onde a expropriação é significativa são menos atrativas para os pequenos acionistas, resultando em menor valor de suas ações; logo, uma maior expropriação dos acionistas minoritários estaria associada com menor valor das empresas (CARVALHAL, 2004, p. 86).

³⁷ Eduardo Alfred Taleb Boulos e Fernando Szterling (2002, p. 111) discutem o poder disciplinar das bolsas de valores sobre as companhias emissoras, necessário para conferir real efetividade ao poder de estabelecer requisitos à negociação de valores mobiliários. O exercício do *ius puniendi* (que inclui o poder de polícia) se concentra no Estado e possui limites claros; o Estado não delegou às bolsas de valores, associações privadas de corretores, um *ius puniendi* amplo, para que possam aplicar sanções sobre a companhia emissora, em caso de descumprimento dos requisitos de negociação por elas estabelecidos. As sanções previstas pelos regulamentos da Bolsa de Valores de São Paulo encontram, portanto, sua fundamentação nos contratos, para ingresso nos segmentos especiais de listagem, celebrados com as companhias aderentes, seus controladores, administradores e conselheiros fiscais: “O fundamento contratual dissipa quaisquer dúvidas a respeito da possibilidade da imposição de sanções aos destinatários das normas dos regulamentos. A lei confere aos jurisdicionados a mais ampla autonomia para estipularem sanções pelo descumprimento dos deveres entre eles avençados, conforme expressamente previsto no Código Civil, através das chamadas ‘cláusula penal’ (arts. 916 a 927) [artigos 408 a 416 do Código Civil de 2002] e ‘cláusula resolutiva’ (arts. 119, parágrafo único e 1.092, parágrafo único) [artigos 127, 128 e 475 do Código Civil de 2002].”

As práticas de governança corporativa expressas nos regulamentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo auxiliam na reparação das imperfeições contidas na Lei 10.303 de 2001 e, com isso, procuram minimizar os potenciais conflitos de interesse existentes nas relações societárias, no intuito de maximizar o valor das empresas. A adesão voluntária das empresas aos segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, ao demonstrar maior respeito aos interesses dos investidores, colabora para o desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro, como alternativa de financiamento de longo prazo: os acionistas tendem a exigir maior proteção, em relação aos demais colaboradores da empresa, pois serão os últimos a reaverem seus recursos, caso haja falência; sendo assim, maior proteção aos direitos dos investidores reduz o risco de expropriação pelos controladores, incentivando a aplicação em títulos e valores mobiliários (CARVALHAL, 2004, p. 87).

Os regulamentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, especialmente o relativo ao Novo Mercado, exigem das companhias aderentes, em alguns casos, obrigações adicionais às impostas pela legislação e pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, estimulando o fortalecimento do mercado de capitais³⁸. O regime de emissão de ações preferenciais e o instituto da oferta pública de aquisição de ações, em ocasião da alienação do controle de companhia aberta, ilustram o maior empenho da auto-regulação exercida pela Bolsa de Valores de São Paulo na implementação de boas práticas de governança corporativa, em relação à disciplina legal.

A legislação autoriza a separação entre investimento e direito a voto, permitindo a emissão de ações preferenciais, o que aumenta o risco de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores (artigo 15, § 2º, da Lei 6.404 de 1976 e artigo 8º, § 1º, III, da Lei 10.303 de 2001); em contrapartida, o Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ao vedar a emissão de ações preferenciais, determinando a formação do capital, exclusivamente, por ações ordinárias, assegura o direito de voto a todos os acionistas, o que possibilita a defesa de seus interesses nas deliberações sociais. A legislação admite tratamento diferenciado entre ações da mesma espécie, permitindo que as ações ordinárias pertencentes aos controladores obtenham maior valor econômico nos casos de alienação do controle, acarretando desvalorização das demais ações, com a conseqüente redução no valor da própria

³⁸ O governo reconheceu a importância dos regulamentos de listagem expedidos pela Bolsa de Valores de São Paulo, para o desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro. Neste sentido, o Conselho Monetário Nacional, através da Resolução 2.829, de 30 de março de 2001, autorizou as entidades fechadas de previdência privada a ampliarem a proporção, em suas carteiras, de investimento em ações de empresas que tenham aderido aos segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), ao conceder financiamentos condicionados à adesão da empresa ao Novo Mercado, também reflete o apoio do governo à iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo.

empresa (artigo 254-A, da Lei 6.404 de 1976); diversamente, as empresas listadas no Novo Mercado devem estender para todos os acionistas as mesmas condições obtidas pelos controladores nos casos de alienação do controle da companhia, o que reduz os benefícios privados auferidos pelos controladores sobre os minoritários, tornando a companhia mais atrativa a novos investidores.

A possibilidade de captar recursos a um custo mais baixo, para financiar os projetos de investimento, representa o principal incentivo econômico que os segmentos especiais de listagem oferecem às empresas aderentes. A implementação de melhores práticas de governança corporativa, ao restringir os benefícios privados de controle³⁹ e reduzir a assimetria informacional entre acionistas controladores e minoritários, eleva o valor das ações da empresa, atraindo maior número de investidores e ampliando a liquidez do mercado. Os segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, ao assegurarem maior respeito aos direitos dos investidores e a melhor qualidade das informações prestadas, reduzem o risco de expropriação dos recursos aplicados, aumentando a procura pelos valores mobiliários das companhias aderentes, a elas possibilitando pagar um valor menor pela poupança alocada.

A participação dos agentes econômicos na consolidação do mercado de capitais não abrange apenas a observância da legislação correlata e da auto-regulação exercida pela Bolsa de Valores de São Paulo, mas também a espontânea adoção de condutas que reforcem a confiabilidade dos negócios nele realizados. Neste sentido, cabe notar o exemplo do “Código de Auto-Regulação ANBID para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários” da Associação Nacional dos Bancos de Investimento, que congrega os principais bancos de investimento atuantes no mercado de capitais nacional. Os princípios estabelecidos pelo código buscam uniformizar procedimentos, melhorar a qualidade das informações divulgadas e padronizar a estrutura dos prospectos das emissões públicas, conferindo maior segurança aos investidores e contribuindo para estabelecer melhores práticas de governança corporativa no mercado de capitais (ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO, 2006). As emissões de valores mobiliários, intermediadas pelos associados da ANBID, são reguladas pelo código, com exigências mais rigorosas que as legais e as expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, e recebem um selo de qualidade reconhecido pelo mercado.

³⁹ Fernando Shayer (2002, p. 76) recorre ao elenco de hipóteses levantadas por Luiz Leonardo Cantidiano, para exemplificar os benefícios privados que os controladores podem auferir às custas dos minoritários: “[...] venda de ativos da empresa abaixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador, emprego de familiares não qualificados, implementação de projetos ineficientes, mas que atendam a interesses particulares dos administradores e/ou controladores, salários excessivamente altos para diretores e contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores [...]”

A atuação dos investidores institucionais, categoria constituída por entidades abertas e fechadas de previdência complementar, fundos mútuos de investimento e companhias seguradoras, não pode deixar de ser inserida no elenco de esforços dos agentes econômicos que mais auxiliam o desenvolvimento do mercado de capitais. Estes investidores contribuem para alongar os prazos das operações, condição ideal ao financiamento de projetos de expansão empresarial, uma vez que seus passivos maturam no longo prazo, além de possuírem obrigações de relativa previsibilidade. O grande volume de recursos captado pelos investidores institucionais, aliado ao perfil de longo prazo de suas obrigações, fez deles os principais compradores de títulos e valores mobiliários, o que lhes confere poder para intervir nas empresas, exigindo amplas informações sobre as operações realizadas e promovendo modificações na administração. O poder econômico alcançado pelos investidores institucionais permite-lhes realizar uma fiscalização mais rigorosa sobre a gestão da companhia, pressionando pela adoção de melhores práticas de governança corporativa, que acabam ampliando a proteção aos direitos dos demais investidores.

A integração das atividades auto-reguladoras exercidas pelos diferentes agentes econômicos, como Bolsa de Valores de São Paulo, Associação Nacional dos Bancos de Investimento e investidores institucionais, estimula as empresas a adotarem níveis mínimos de governança corporativa, elevando a qualidade dos emissores, o que torna o investimento no mercado de capitais mais atrativo. A certificação de profissionais, o diálogo com autoridades públicas, a geração de informações estatísticas, a educação de investidores, a elaboração de regras de conduta e a fixação de penalidades constituem relevantes atividades desempenhadas pelas organizações auto-reguladoras, que auxiliam na evolução do mercado, corrigindo a seleção adversa em relação às empresas emissoras de títulos e valores mobiliários⁴⁰. A auto-regulação do mercado de capitais contribui, portanto, com a reforma e a modernização do marco regulatório, complementando os dispositivos legais, para elevar a transparência das

⁴⁰ O processo de seleção adversa em relação aos tomadores de recursos no mercado de capitais, que deve ser combatido com o auxílio das organizações auto-reguladoras, através da implementação de melhores práticas de governança corporativa, no intuito de elevar a qualidade das empresas emissoras e, conseqüentemente, do próprio ambiente de negócios, foi destacado por Armando Castelar Pinheiro (2005, p. 293-294): “[...]. As melhores empresas oferecem riscos menores de inadimplência e têm contabilidade mais transparente e fidedigna, e por isso conseguem obter créditos com *spreads* mais baixos e prazos mais longos, tanto no mercado doméstico quanto no exterior. São essas empresas que têm maior acesso ao crédito subsidiado oferecido por bancos públicos. Empresas de baixo risco, porém ‘informais’ e com contabilidade de má qualidade, tendem a obter recursos por intermédio de bancos comerciais que gerenciam seu caixa. Ora, se as melhores empresas conseguem se financiar tomando empréstimos no mercado externo e nos bancos públicos, e as informais de menor risco em instituições que observam o seu ‘caixa dois’, sobram para o mercado de capitais empresas de baixa qualidade com maior risco de inadimplência.”

operações, qualificar os participantes, restringir as ingerências políticas e, com isso, viabilizar a segurança necessária à ampliação do número de investidores e emissores.

A regulação do mercado de capitais, seguindo a diretriz imposta por lei (artigo 4º, II e III, da Lei 6.385 de 1976), deve viabilizar a eficiente transferência de recursos, para que sejam destinados às empresas mais rentáveis (eficiência alocativa) e ao menor custo de transação (eficiência produtiva). A promoção da eficiência, enquanto finalidade da regulação do mercado de capitais, será obtida canalizando-se recursos para empresas que adotem melhores práticas de governança corporativa, por apresentarem maior rentabilidade, em razão de ampliarem os direitos dos investidores e de aumentarem a transparência das informações divulgadas, reduzindo o risco de expropriação do investimento. Diante das imperfeições do processo legislativo, a auto-regulação exerce papel indispensável na busca pela eficiência, ao complementar a legislação e auxiliar na reparação de falhas como externalidades, problemas de agência e seleção adversa, colaborando para o desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, para consolidar o procedimento de abertura de capital como alternativa viável ao financiamento de longo prazo das empresas.

3 CONTRATO DE SUBSCRIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS E ALOCAÇÃO DE RECURSOS

3.1 Abertura do capital das empresas

A remoção de uma transação do mercado, para ser internalizada na hierarquia de uma empresa, desta exige um planejamento adequado de sua estrutura de capital, objetivando carrear os recursos necessários à eficiente produção de bens e serviços. O processo produtivo se encontra fortemente condicionado pela organização econômico-financeira da empresa, que se constitui de capitais próprios e recursos de terceiros, combinados estrategicamente para financiar a aquisição, a reposição ou o aprimoramento dos fatores de produção. O procedimento de abertura do capital, ao viabilizar o acesso ao mercado de capitais, se configura como uma importante alternativa de financiamento para as empresas, devido à possibilidade de fornecer recursos aos investimentos de longo prazo, geralmente relacionados com a expansão da capacidade produtiva e com o desenvolvimento tecnológico.

A alocação de recursos através do mercado de capitais apresenta características peculiares, em relação ao mercado de crédito, determinantes na avaliação da melhor opção de financiamento para os projetos da empresa. Os recursos ofertados no mercado de crédito possuem prazo limitado e, muitas vezes, exigem garantias lastreadas no patrimônio da empresa; as condições contratuais estabelecidas unilateralmente pelas instituições financeiras tendem a ser padronizadas e pouco elásticas, impondo maior previsibilidade ao pagamento da dívida. O lançamento de valores mobiliários no mercado de capitais, em geral ações e debêntures, representa alternativa de financiamento para projetos de longa maturação e permite à empresa maior flexibilidade no estabelecimento das condições de captação dos recursos, já que os investidores passam a compartilhar os riscos do empreendimento⁴¹.

⁴¹ A natureza dos recursos financeiros deve se compatibilizar com o tipo de necessidade empresarial que ensejou a captação; embora na prática não haja uma estrutura de capital fixa, observa-se geralmente o seguinte modelo: “Recursos para iniciar um negócio devem ser tipicamente de risco, originários de seus promotores. Recursos oriundos do próprio negócio (reinvestimentos de lucros) servem de base firme para os primeiros estágios de crescimento da empresa. Débito, de médio e longo prazos, é conveniente para consolidar um empreendimento e levá-lo a seu ‘cume’, sem diluição dos lucros para os acionistas que suportaram as fases preliminares, mais difíceis. Esgotada a capacidade de endividamento, lançamentos de ações repõem a capacidade de ‘alavancagem’ dos recursos próprios, possibilitando aumento do endividamento. Necessidades de capital de movimento podem ser atendidas por crédito bancário de curto prazo. Necessidades **permanentes** de capital de giro, e de fundos para investimentos de longa maturação na empresa, pressupõem origem mais estável quer através de debêntures de prazo longo quer através de ações. Empresas ‘maduras’ devem distribuir substancialmente seus resultados e usar tanto débito quanto possível.” (CORDEIRO FILHO, 1981, p. 12-13, grifo do autor).

A decisão de abrir o capital enseja uma acurada avaliação sobre os diversos aspectos relacionados ao exercício da atividade produtiva, especialmente os econômicos e os jurídicos, em razão das profundas transformações que acompanham a empresa com a emissão de valores mobiliários no mercado de capitais. A análise do contexto econômico possibilita identificar o posicionamento da empresa no seu setor de produção, visualizando a dimensão do mercado, a intensidade da concorrência, as oportunidades de negócios e a qualidade da gestão, fundamentais para a determinação das necessidades de recursos e, com estas, das fontes adequadas de suprimento. A abertura do capital acarreta significativas consequências jurídicas, impondo novas responsabilidades à administração, alterações estatutárias, reorganização societária, obrigações mais rigorosas com a divulgação de informações e proteção aos investidores, que também devem ser cuidadosamente ponderadas, devido aos reflexos no cotidiano da empresa.

A legislação considera aberta uma companhia, conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, basicamente em bolsa de valores ou no mercado de balcão (artigo 4º, da Lei 6.404 de 1976 e artigo 22, da Lei 6.385 de 1976). Os valores mobiliários emitidos somente poderão ser negociados em bolsa de valores ou no mercado de balcão, a partir do registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários, de acordo com o § 1º, do artigo 4º, da Lei 6.404 de 1976. A simples admissão dos valores mobiliários à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão já confere à empresa a condição de companhia aberta, independentemente da oferta destes ativos e do registro da empresa na Comissão de Valores Mobiliários. No entanto, bolsa de valores e mercado de balcão condicionam a negociação de ativos financeiros em seus recintos à obtenção prévia do registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários, normalmente acompanhado do pedido de registro de emissão de valores mobiliários⁴².

A indicação do procedimento de abertura de capital, como uma fonte de recursos adequada e conveniente às necessidades de financiamento da companhia, resulta de complexos

⁴² Algumas considerações devem ser realizadas para a delimitação do objeto do presente estudo. O mercado de valores mobiliários abrange bolsa de valores, bolsa de mercadorias e futuros, mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado; para os fins deste trabalho serão considerados apenas o mercado de balcão organizado e, especialmente, a bolsa de valores, em razão de concentrarem o maior volume das operações de financiamento dos projetos empresariais realizadas no mercado de capitais. A abertura do capital de uma companhia pode ocorrer através da emissão primária de valores mobiliários (lançamento de títulos novos, no intuito de viabilizar o ingresso de recursos na empresa) ou da distribuição secundária (negociação no mercado de títulos já existentes, transferindo-se a propriedade dos mesmos, sem reversão de recursos para a empresa); o presente estudo se dedica à emissão primária, que permite a alocação de novos recursos para a empresa. A companhia pode emitir qualquer tipo de valor mobiliário presente no elenco do artigo 2º, da Lei 6.385 de 1976, para a abertura do capital; esta pesquisa aborda somente à emissão de ações e debêntures, por serem os títulos mais negociados no mercado de capitais.

estudos econômicos e financeiros, análises jurídicas, auditorias e pareceres de especialistas em mercado de capitais. O conselho de administração, órgão de deliberação colegiada existente nas companhias abertas, responsável por fixar a orientação geral dos negócios empresariais, deve determinar a realização destas avaliações técnicas preliminares, para fundamentar a decisão pelo registro na Comissão de Valores Mobiliários. Esta fase inicial de pré-análise das condições do mercado e da viabilidade de emissão de valores mobiliários envolve negociações entre acionistas sobre acordos de voto, confecção de pareceres contábeis e a busca de intermediários financeiros para assessorar a abertura de capital.

A conclusão dos procedimentos preliminares conduz a empresa, com o auxílio do intermediário financeiro, à etapa posterior de coordenação das informações levantadas, relativas à manifestação legal sobre a escolha do ativo a ser emitido, à revisão de auditoria, à adequada disposição dos dados contábeis e à análise econômico-financeira, organizando-as de acordo com as exigências da Comissão de Valores Mobiliários. As informações produzidas fornecem o alicerce para a decisão sobre o tipo de valor mobiliário a ser lançado, bem como o seu preço de emissão, em face das condições do mercado e das necessidades da empresa. A escolha dos valores mobiliários a serem lançados no mercado deve considerar as relações objetivas que podem surgir entre seus futuros detentores e a empresa, pois estes ativos financeiros materializam obrigações, conduzindo direitos na sociedade anônima.

A emissão de ações se constitui em importante fonte de recursos para projetos de maior vulto, que exigem significativos investimentos em ativos específicos e longo prazo de maturação, geralmente associados à expansão da capacidade produtiva e ao aprimoramento tecnológico. As ações representam uma parte ideal do capital social⁴³, conferindo aos seus titulares os direitos de participação nos lucros e no acervo da companhia, de fiscalização da gestão dos negócios, de preferência na subscrição de alguns valores mobiliários emitidos pela empresa e de retirada nos casos previstos na lei (artigo 109, da Lei 6.404 de 1976). A aplicação de recursos em ações se caracteriza como investimento de risco para os subscritores, pois permite a capitalização da empresa, sem garantir o retorno dos valores empregados; o recebimento de dividendos pelos acionistas depende da geração de lucros e estes, por sua vez, do êxito da

⁴³ O capital social pode ser compreendido como o patrimônio originário da sociedade, expresso em moeda nacional, formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro, através do qual a empresa extrai os recursos iniciais para o exercício da atividade econômica (artigos 5º e 7º, da Lei 6.404 de 1976). O capital social possibilita a limitação da responsabilidade dos sócios e oferece a terceiros uma tutela no tocante à gestão da empresa: “[...] o instituto do capital social assume papel fundamental, na medida em que permite, de um lado, a transferência dos riscos da empresa para um patrimônio autônomo ou separado, com a limitação da responsabilidade dos sócios e, de outro, a organização e definição dos direitos patrimoniais e políticos destes últimos.” (PENTEADO, 1988, p. 11-12).

atividade econômica desempenhada pela empresa, fazendo com que ela demonstre capacidade de crescimento para tornar atrativo o investimento em ações.

O lançamento de novas ações provoca o aumento do capital social, exigindo reforma do estatuto da companhia, no caso deste não prever autorização de aumento, ou de estar a mesma esgotada (artigo 166, IV, da Lei 6.404 de 1976). O capital social desempenha relevante função estrutural nas sociedades anônimas, ao organizar as recíprocas relações entre os acionistas, delimitando os direitos políticos e patrimoniais a eles atribuídos. A elevação do capital social, além de permitir a acumulação de potencial econômico para o desenvolvimento da atividade negocial, pode acarretar transformações na gestão da empresa, ao viabilizar a aquisição de ações que conferem participação nas deliberações da companhia. A adequada estipulação do capital social resulta no fornecimento dos recursos necessários à concretização do processo produtivo, possibilitando a geração de lucros no exercício da atividade econômica, que constituem a efetiva garantia dos credores da empresa (PENTEADO, 1988). Todavia, lançamentos indevidos de ações ocasionam sérios prejuízos aos investidores, em razão da possibilidade de comprometerem a realização do fim lucrativo, objeto de toda companhia, e de promoverem a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas (artigos 2º e 170, § 1º, da Lei 6.404 de 1976)⁴⁴.

A emissão de debêntures se configura como alternativa de endividamento de médio ou longo prazo, tipicamente empregada para financiar capital fixo ou necessidades permanentes de movimento. As debêntures conferem aos seus titulares, segundo dispõe o artigo 52, da Lei 6.404 de 1976, direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado. A debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso, além da opção de ser convertida em ações; conforme dispuser a escritura de emissão, poderá também oferecer garantia real ou flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia (artigos 56, 57 e 58, da Lei 6.404 de 1976). A definição das condições de emissão geralmente reflete a avaliação dos riscos do investimento, mensurados de acordo com a

⁴⁴ A importância da definição do capital social (e, por conseguinte, de suas formas de modificação, dentre as quais se insere a emissão de ações), foi ressaltada por Josep-Oriol Llebot Majo (1999, p. 45-46, tradução nossa): “[...]. A fixação do capital social fornece a informação que permite aos subscritores avaliar o risco que assumem no projeto empresarial segundo a medida da contribuição que decidam efetuar, decisão que virá determinada pelo custo de oportunidade do investimento. O efeito fundamental da obrigação de fixar o capital social em relação aos futuros credores do grupo reside também em colocá-los em condições de concluir relações obrigacionais eficientes com a sociedade. A fixação do capital social permite que os credores conheçam com facilidade o importe dos recursos que os sócios comprometem de modo estável ao desenvolvimento da companhia. Isto proporciona aos credores a informação relevante para tomar as correspondentes decisões de outorgar crédito à sociedade. É claro, pois, que a falta de menção do capital social comportaria um aumento dos custos de informação com o consequente efeito de impedir a conclusão de relações obrigacionais ótimas. [...]”

capacidade da empresa de honrar suas obrigações nos prazos estipulados, com a adequação da fonte de recursos ao projeto financiado e com a liquidez dos títulos no mercado. A oferta de debêntures permite a capitalização da companhia, inclusive possibilitando a captação de recursos do exterior (artigo 73, da Lei 6.404 de 1976), sem conferir participação dos debenturistas na condução dos negócios empresariais; contudo, a companhia deve realizar análises financeiras mais precisas ao decidir emitir debêntures, para que não falte capacidade de pagamento de encargos e principal em seus vencimentos.

A abertura do capital da companhia, no caso de lançamentos primários, dependerá da realização de assembléia geral, convocada pelo conselho de administração, para deliberar sobre a emissão de debêntures (aumento de endividamento) ou de ações (aumento de capital), que serão negociadas em bolsa de valores ou em mercado de balcão (artigos 59, 122 e 166, da Lei 6.404 de 1976). A deliberação determinará as características do lançamento, as espécies e classes de valores mobiliários objetos da oferta, os direitos ou vantagens oferecidos pelos títulos aos adquirentes e o preço de emissão de acordo com análises técnicas e critérios legais. A formalização da decisão de abertura do capital, através da deliberação social que autoriza o lançamento de ações ou debêntures no mercado de capitais, conduz a empresa a entrar com pedido de admissão, em bolsa de valores ou mercado de balcão, para negociar os títulos em seu recinto ou sistema. A aceitação dos papéis pela bolsa de valores ou mercado de balcão, que podem estabelecer requisitos próprios de admissão à negociação (artigo 21, § 4º, da Lei 6.385 de 1976), possibilita o pedido de registro da companhia na Comissão de Valores Mobiliários; a concessão do registro está condicionada à apresentação de documentos e à observância de formalidades exigidos em regulamentação específica.

As normas previstas na Instrução 202, baixada pela Comissão de Valores Mobiliários, em 6 de dezembro de 1993, regulamentam o prévio registro nesta autarquia das sociedades por ações que desejam emitir e negociar valores mobiliários no mercado de capitais, angariando recursos, junto ao público investidor, para financiarem seus empreendimentos. O estatuto social ou o conselho de administração deve atribuir a um diretor a função de relações com investidores, para que a companhia possa ser registrada na Comissão de Valores Mobiliários. O diretor de relações com investidores é responsável, de acordo com o artigo 6º, da Instrução CVM 202 de 1993, pela prestação de informações ao público investidor, à Comissão de Valores Mobiliários e à bolsa de valores ou ao mercado de balcão organizado, em que a companhia possua registro para negociar seus ativos financeiros.

O registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em bolsa de valores ou no mercado de balcão deve permitir identificar a realidade econômico-financeira

da empresa e, por isso, reúne um complexo de informações técnicas, com a finalidade de fornecer ao investidor o substrato mínimo à avaliação do risco de aplicar sua poupança em ações ou debêntures. Diante disto, dentre os documentos que devem necessariamente instruir o pedido de registro de companhia, arrolados no artigo 7º, da Instrução CVM 202 de 1993, encontram-se: exemplar atualizado do estatuto social, atas de assembléia geral e relatórios de administração, por fornecerem informações sobre decisões políticas relevantes da empresa, capazes de influenciar a negociação dos valores mobiliários; demonstrações financeiras referentes ao último exercício social, formulários de Informações Anuais, de Demonstrações Financeiras Padronizadas e de Informações Trimestrais, pois disponibilizam dados sobre o desempenho econômico da empresa, que influenciam a cotação dos valores mobiliários. O artigo 9º, da Instrução CVM 202 de 1993, recomenda à empresa, embora sem caráter obrigatório para o registro, prestar informações sobre: a estrutura de capital, compreendida como a relação entre recursos próprios e de terceiros, permitindo ao investidor avaliar a adequação entre fonte de recursos e projeto financiado; e a análise gerencial, constituída pela apreciação dos administradores sobre os principais fatos ocorridos na companhia, com reflexos na vida social, fornecendo ao investidor condições de analisar a formação dos resultados, com base em fatos não refletidos necessariamente nas demonstrações financeiras.

A concessão do registro ocorrerá automaticamente se o pedido não for denegado dentro de trinta dias após a sua apresentação à Comissão de Valores Mobiliários, mediante protocolo, com os documentos e informações exigidos; a não apresentação de todos os documentos previstos no artigo 7º, da Instrução CVM 202 de 1993, implicará a desconsideração do pedido e conseqüente cancelamento do protocolo (artigo 10, da Instrução CVM 202 de 1993). A companhia registrada deverá atualizar, junto à Comissão de Valores Mobiliários, os seus dados cadastrais, até cinco dias após a ocorrência de qualquer alteração e enviar à autarquia, bem como à bolsa de valores em que seus títulos sejam negociados, informações periódicas e eventuais previstas nos artigos 16 e 17, da Instrução CVM 202 de 1993, basicamente relativas a demonstrações financeiras e a deliberações administrativas com impacto na negociação dos títulos. A companhia aberta que não mantiver seu registro atualizado, nem prestar as informações periódicas e eventuais exigidas, ficará sujeita à multa cominatória diária, nos termos do artigo 18, da Instrução CVM 202 de 1993, sem prejuízo da responsabilidade dos administradores, prevista na Lei 6.385 de 1976.

A sistemática de registro visa manter um determinado fluxo de informações, que permita ao público investidor decidir adequadamente sobre a negociação de valores mobiliários. A concessão do registro não implica qualquer apreciação da Comissão de Valores Mobiliários

sobre a companhia, não se constituindo em garantia de sucesso da empresa emissora, nem em atestado de qualidade dos empreendimentos; a regulação do registro assegura apenas a legitimidade da emissão de valores mobiliários e a legalidade dos atos societários a ela relacionados, recaindo sobre os administradores da companhia a responsabilidade pela veracidade das informações prestadas (artigo 20, da Instrução CVM 202 de 1993). A Comissão de Valores Mobiliários, no intuito de elevar a segurança e a eficiência na prestação das informações constantes do registro, determina no artigo 7º, VIII, da Instrução CVM 202 de 1993, a obrigatoriedade de parecer do auditor independente, devidamente registrado nesta autarquia, relativo às demonstrações financeiras apresentadas pelas companhias.

A ampla divulgação de informações, exigida das companhias abertas, algumas vezes desestimula a decisão de abrir o capital, em razão da publicidade conferida ao processo de produção adotado, permitindo aos concorrentes conhecerem as estratégias utilizadas pela empresa para a geração de seus resultados. As restrições na flexibilidade operacional e administrativa das companhias abertas, causadas tanto por formalidades legais, quanto pela sensibilidade das cotações dos valores mobiliários, também são apresentadas como fatores inibidores da abertura de capital. Entretanto, a oferta de valores mobiliários no mercado de capitais aloca recursos importantes para financiar planos de investimento em ativo fixo, em pesquisa, em expansão ou diversificação das linhas de produção, substituindo o endividamento de curto prazo, menos flexível. A abertura do capital também facilita operações de aquisição de outras empresas, torna a companhia mais conhecida no mercado, fortalece sua estrutura financeira, permite liquidez ao investimento, além de exigir maior eficiência da administração, em razão do julgamento público representado pela cotação dos valores mobiliários (CORDEIRO FILHO, 1981, p. 44-52).

A utilização do mercado de capitais como fonte alternativa de recursos, para atender às necessidades empresariais de médio e longo prazos, não depende somente de ampla e completa divulgação de informações, mas diretamente do comprometimento da administração, nas deliberações sociais, com o respeito aos direitos dos investidores, que arriscarão suas poupanças no empreendimento. A abertura do capital, associada à adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, representará disponibilidade eficiente de recursos, importante diante da escassez de poupança, e investimento atrativo aos adquirentes dos títulos, devido à maior proteção assegurada aos seus direitos. A emissão de valores mobiliários no mercado de capitais contribui para o financiamento da atividade produtiva, auxiliando no desenvolvimento socioeconômico, ao permitir que a empresa recorra à poupança popular, angariando recursos necessários aos seus projetos de expansão e inovação.

3.2 Emissão pública de valores mobiliários

O lançamento de valores mobiliários, que possibilita a capitalização da empresa, pode ser dirigido a um círculo restrito de destinatários, como acionistas, cessionários de direitos de preferência ou pessoas ligadas à companhia emissora, caracterizando uma oferta particular. A empresa emissora também pode objetivar a captação da poupança popular, direcionando seus valores mobiliários ao público investidor, em geral, com a finalidade de ampliar as oportunidades de negócios e, assim, angariar maior volume de recursos. O apelo à poupança popular no mercado de capitais, realizado com a utilização dos meios de comunicação e com o auxílio de intermediários financeiros, ocorre através da emissão pública de valores mobiliários, que exige uma disciplina destinada a permitir, ao mesmo tempo, a capitalização das sociedades anônimas e a proteção aos investidores.

O sistema de distribuição de valores mobiliários, disciplinado no Capítulo III, da Lei 6.385 de 1976, compreende a participação de entidades, agentes e instituições financeiras na atividade de colocação pública de ativos emitidos por sociedades anônimas. A distribuição de emissão no mercado depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários, que estabelece as condições para a obtenção do registro necessário ao exercício desta atividade, bem como os procedimentos administrativos a serem observados. A Instrução 400, baixada pela Comissão de Valores Mobiliários, em 29 de dezembro de 2003, regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, com a finalidade de assegurar proteção aos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre as características do lançamento e partes envolvidas⁴⁵.

A distribuição pública de valores mobiliários somente poderá ser efetivada, no mercado de capitais, após prévio registro da oferta na Comissão de Valores Mobiliários (artigo 4º, § 2º, da Lei 6.404 de 1976 e artigo 19, da Lei 6.385 de 1976). O pedido de distribuição pública costuma ser solicitado logo depois da decisão social de lançamento de ações ou debêntures, podendo, de acordo com o artigo 4º, da Instrução CVM 202 de 1993, ser submetido à Comissão de Valores Mobiliários juntamente com o pedido de registro de companhia para

⁴⁵ A oferta pública de valores mobiliários pode ser realizada na constituição da companhia, na abertura do capital da empresa, ou para a capitalização de sociedade anônima já aberta. A presente pesquisa se dedica às duas últimas hipóteses, uma vez que a constituição de companhia por subscrição pública de ações, prevista na Seção II, do Capítulo VII, da Lei 6.404 de 1976, encontra-se em franco desuso no país.

negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão. A companhia aberta que não manter seu registro para negociação atualizado, não terá seu pedido de registro de emissão pública apreciado pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme dispõe o artigo 15, da Instrução CVM 202 de 1993.

O pedido de registro de oferta pública de distribuição será requerido à Comissão de Valores Mobiliários pelo ofertante, em conjunto com a instituição líder da distribuição, devendo ser instruído com os documentos e informações constantes do Anexo II, da Instrução CVM 400 de 2003, em forma de minuta⁴⁶. O registro de oferta pública de distribuição (Instrução CVM 400 de 2003), ao apresentar dados sobre as características dos valores mobiliários emitidos, condições do lançamento, participação de instituições intermediárias, complementa o registro de companhia para negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão (Instrução CVM 202 de 1993), construindo o alicerce informativo através do qual os investidores fundamentarão suas decisões de aplicação no mercado de capitais.

A Comissão de Valores Mobiliários terá vinte dias úteis, contados do protocolo, para se manifestar sobre o pedido de registro de oferta pública, devidamente instruído, que será automaticamente obtido, não havendo manifestação em contrário (artigo 8º, da Instrução CVM 400 de 2003). O prazo poderá ser interrompido uma única vez se a Comissão de Valores Mobiliários, por ofício encaminhado ao líder da distribuição e com cópia para o ofertante, solicitar documentos, alterações e informações adicionais relativos ao pedido de registro de distribuição e à atualização de informações relativas ao registro de companhia aberta (artigo 9º, da Instrução CVM 400 de 2003). A oferta pública de distribuição realizada sem prévio registro ou dispensa da Comissão de Valores Mobiliários, bem como a que se esteja processando em condições diversas das constantes no registro, constituem infração grave, para os efeitos do § 3º, do artigo 11, da Lei 6.385 de 1976, podendo acarretar aos infratores a imposição das seguintes penalidades: suspensão ou inabilitação temporária do

⁴⁶ Os documentos e informações exigidos para o registro são os seguintes: contrato de distribuição de valores mobiliários; contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez, se houver; outros contratos relativos à emissão ou subscrição, se houver; modelo de boletim de subscrição ou recibo de aquisição; quatro exemplares da minuta do Prospecto Definitivo ou do Prospecto Preliminar; cópia da deliberação sobre a aprovação de programa ou sobre a emissão ou distribuição dos valores mobiliários tomada pelos órgãos societários competentes; minutas do Anúncio de Início de Distribuição e do Anúncio de Encerramento de Distribuição; modelo do certificado de valores mobiliários ou cópia do contrato com instituição prestadora de serviço de valores mobiliários escriturais, se for o caso; escritura de emissão de debêntures e do relatório emitido por agência classificadora de risco, se houver; declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a Comissão de Valores Mobiliários, se for o caso; prova de cumprimento de todas as demais formalidades prévias em virtude de exigências legais ou regulamentares para a distribuição ou emissão dos valores mobiliários; comprovante de pagamento de taxa de fiscalização, nos termos da Lei 7.940 de 1989; declaração de veracidade das informações contidas no Prospecto, assinada pelos representantes legais do ofertante e da instituição líder; outras informações ou documentos exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários em regulação específica.

exercício de cargo em órgãos de companhia aberta ou de entidade do sistema de distribuição; suspensão ou cassação de autorização ou registro para o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários; proibição temporária de praticar determinadas atividades, operações, ou de atuar no mercado de valores mobiliários.

As normas legais e regulamentares que condicionam as ofertas públicas de distribuição ao prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários apresentam feição instrumental, pois disciplinam o meio de proceder-se à prestação de informações amplas e completas sobre a companhia e os títulos emitidos, com a finalidade de divulgá-las aos investidores. A adequada prestação de informações ao mercado permite que os investidores avaliem com maior precisão o potencial econômico das companhias, resultando em maior eficiência na determinação do valor dos títulos negociados; também promove maior eficiência alocativa dos recursos, na medida em que investidores bem informados passam a aplicar suas poupanças em empresas mais prósperas, capazes de oferecer melhores taxas de retorno. Sendo assim, o fundamento da sanção disciplinar aplicada pela Comissão de Valores Mobiliários não reside simplesmente na ausência de registro, mas no fato da oferta pública de distribuição ter sido realizada sem a prestação das informações que possibilitam aos investidores avaliarem os riscos do empreendimento (EIZIRIK, 1992, p. 5-7).

O pedido de registro realizado por companhia já constituída somente poderá ser indeferido, de acordo com o disposto no artigo 16, II, da Instrução CVM 400 de 2003, quando não forem cumpridas as exigências regulamentares formuladas pela Comissão de Valores Mobiliários. A análise deste dispositivo demonstra não competir à autarquia a avaliação da viabilidade econômico-financeira do empreendimento, sendo-lhe vedado desaprovar uma distribuição pública de valores mobiliários por razões de conveniência ou oportunidade⁴⁷. A concessão do registro baseia-se em critérios formais de legalidade e, em razão disso, não implica, por parte da Comissão de Valores Mobiliários, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade da companhia, sua viabilidade, sua administração, situação econômico-financeira ou dos valores mobiliários a serem distribuídos. A Comissão de

⁴⁷ O voto da Diretora Norma Jonssen Parente, relatora do recurso nº 3745/02, processo CVM nº RJ 2002/4932, em decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, destaca o posicionamento da autarquia em relação à possibilidade de analisar o mérito das emissões de valores mobiliários (BRASIL, 2002): “[...] Cabe, mais uma vez, esclarecer que a decisão de subscrever as debêntures pertence aos investidores e que a CVM não pode se sobrepor à sua liberdade de escolha de investir, apesar de plenamente conscientes do risco da emissão. Neste caso, seria, a meu ver, indevida a ingerência da CVM, podendo causar dano à companhia e aos interesses dos acionistas minoritários, uma vez que ela poderia ser impedida de realizar sua reestruturação financeira.” A relatora ainda aduz: “Seria o mercado destinado apenas a empresas lucrativas? Penso que não pois o investidor é quem deve decidir sobre a conveniência de correr o risco, enquanto que à CVM incumbe exigir a plena e total informação. [...]”

Valores Mobiliários não possui, portanto, poder discricionário para recusar o pedido de registro de distribuição pública à companhia que cumpra todos os requisitos legais e regulamentares, reservando-se, exclusivamente, aos investidores do mercado o exame do mérito da emissão.

A decisão de investimento em determinada emissão pública de valores mobiliários não pode ser razoavelmente tomada sem cuidadosa análise do Prospecto, principal repositório de informações sobre os títulos ofertados e a empresa emissora. O Prospecto se constitui no documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas, que deve conter informação completa e verdadeira, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento (artigo 38, da Instrução CVM 400 de 2003). O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem induza em erro os investidores, conter dados e informações sobre: a oferta; os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhe são inerentes; o ofertante; a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta (artigo 39, da Instrução CVM 400 de 2003). O ofertante e a instituição líder deverão declarar que o Prospecto, além de ter sido elaborado de acordo com as normas pertinentes, contém as informações necessárias aos investidores sobre a oferta pública, os valores mobiliários e a empresa emissora⁴⁸.

A ausência de definição legal de emissão pública e de emissão privada de valores mobiliários acarretou esforços da doutrina para delimitá-las, de acordo com as situações enumeradas exemplificativamente pelas normas. Neste sentido, destaca-se o desenvolvimento doutrinário realizado por Nelson Laks Eizirik (1992), para quem a caracterização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve considerar os objetivos essenciais da lei, sendo eles: proteger os investidores, assegurando-lhes um adequado nível de informações sobre a empresa emissora e os títulos ofertados; e não obstaculizar a capitalização de empresas no mercado de capitais. Diante destes objetivos, a análise de três elementos fundamentais, de

⁴⁸ Ari Cordeiro Filho (1981, p. 132, grifo do autor) demonstra a complexidade do Prospecto, sob o aspecto jurídico, devido aos enfoques conflitantes que a ele podem ser conferidos: “de um lado, é um instrumento de **venda**, usado para formação do consórcio de lançamento e para venda dos títulos ao público investidor. **Aí é conveniente formar a melhor imagem possível**; de outro lado, é um **documento** a ser usado a favor ou contra a empresa, seus administradores, profissionais liberais (que o elaboraram ou em cujos pareceres se baseou), ou intermediários, **em caso de posterior reclamação judicial ou administrativa**, por ser um repositório de prestação de informações para nortear as decisões dos investidores.” Complementa, o referido autor: “No Prospecto, como em múltiplas situações da vida, a especialização e a experiência consistem em saber ‘gerenciar’ estes objetivos conflitantes, evitar que o excesso de cautela quanto a responsabilidades implícitas prejudique o *marketing* dos títulos ou que a prevalência do mercadológico afogue a honestidade das informações.”

natureza objetiva e subjetiva, determina a classificação de uma distribuição pública: o elemento objetivo é composto pelos meios empregados para colocar a emissão junto ao público; já os elementos subjetivos abrangem o ofertante e os destinatários da oferta.

Os atos de distribuição pública compreendem, para efeitos legais (artigo 19, § 3º, da Lei 6.385 de 1976) e regulamentares (artigo 3º, da Instrução CVM 400 de 2003), a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes meios, compondo o elemento objetivo: a utilização de documentos ou anúncios destinados ao público, por qualquer meio ou forma, como listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos e prospectos; a utilização de empregados, agentes ou quaisquer pessoas, naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, incumbidos de procurar subscritores ou adquirentes indeterminados para os títulos; a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados, desde que precedida de publicidade. O elemento objetivo abrange a utilização de qualquer instrumento de apelo à poupança popular, especialmente meios de comunicação de massa ou eletrônicos, com o fim de promover a subscrição ou alienação de valores mobiliários, desde que não individualize os destinatários da oferta.

O primeiro elemento subjetivo é constituído pelo ofertante dos títulos ou valores mobiliários, em regra, a companhia emissora; no caso de constituição de companhia por subscrição pública de ações, os fundadores ocupam a posição de ofertantes. O artigo 19, § 2º, da Lei 6.385 de 1976, estabelece que se equiparam à companhia emissora, na qualidade de ofertante de emissão pública: o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas; o coobrigado nos títulos; as instituições financeiras e demais sociedades pertencentes ao sistema de distribuição de valores mobiliários; e quem quer que tenha subscrito ou adquirido os valores da emissão, com o fim de os colocar no mercado. Este dispositivo busca evitar situações de fraude à lei, impedindo que os agentes equiparados à companhia ofertem publicamente valores mobiliários por ela emitidos, sem o cumprimento das formalidades do registro, em outras palavras, da obrigação de prestar informações amplas e completas aos investidores.

Os atos de distribuição são considerados integrantes de uma oferta pública ao serem dirigidos ao público em geral; os destinatários da oferta se configuram como o segundo elemento subjetivo para a caracterização da emissão pública de valores mobiliários. A Instrução CVM 400 de 2003, em seu artigo 3º, § 1º, considera como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e

habitual, com a emissora. A emissão pública se constitui, portanto, em proposta direcionada a pessoas indeterminadas, mesmo sendo possível agrupá-las em conjunto específico, e que não possuam vínculo com a companhia emissora, necessitando da proteção legal conferida pela divulgação de informações, para fundamentarem suas decisões de investimento.

O fato da distribuição de valores mobiliários ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados não retira o caráter público da oferta, se houver competição no mercado entre eles para a subscrição ou aquisição dos títulos, uma vez que necessitam de igualdade no acesso a informações sobre o lançamento, evitando-se assimetria informacional e condições iníquas de preço. Neste caso, o ofertante pode enviar à Comissão de Valores Mobiliários pedido fundamentado de dispensa de registro, ou de alguns de seus requisitos, juntamente com declaração firmada pelos subscritores ou adquirentes, na qual deverá constar, obrigatoriamente, que: têm conhecimento e experiência suficientes em finanças e negócios para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta, sendo capazes de assumir tais riscos; tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento; têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos (artigo 4º, § 4º, I, da Instrução CVM 400 de 2003). O investidor qualificado que tenha subscrito ou adquirido valores mobiliários com base em dispensa de registro ou de requisitos e pretenda vendê-los a investidor não qualificado, antes de completado dezoito meses do encerramento da distribuição, somente poderá fazê-lo se for previamente obtido o registro de negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão, para que seja garantida ampla divulgação de informações (artigo 4º, § 4º, III, da Instrução CVM 400 de 2003).

As ofertas públicas de distribuição deverão ser realizadas, de acordo com o artigo 21, da Instrução CVM 400 de 2003, em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários, permitida a concessão de prioridade aos antigos acionistas (artigo 171, da Lei 6.404 de 1976). A oferta deverá ser irrevogável, mas poderá sujeitar-se a condições correspondentes a um interesse legítimo do ofertante, desde que o implemento não dependa de atuação sua e o normal funcionamento do mercado não seja afetado (artigo 22, da Instrução CVM 400 de 2003). A Comissão de Valores Mobiliários, a seu juízo, poderá acolher pleito de revogação da oferta, em caso de alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes no momento do pedido de registro de distribuição, que ocasione aumento relevante dos riscos do lançamento; a revogação torna ineficaz a oferta, acarretando o dever de restituir integralmente aos aceitantes os valores, bens ou direitos dados em contrapartida dos títulos ofertados (artigos 25 e 26, da Instrução CVM 400 de 2003). O preço da oferta é único, para assegurar equidade de tratamento aos investidores, mas a Comissão de Valores Mobiliários poderá autorizar, em

operações específicas, a possibilidade de preços e condições diversos consoante tipo, espécie, classe e quantidade de valores mobiliários ou de destinatários, desde que fixados em termos objetivos e em função de interesses legítimos do ofertante, admitido ágio ou deságio de acordo com as condições do mercado (artigo 23, da Instrução CVM 400 de 2003).

A Comissão de Valores Mobiliários, visando assegurar a proteção dos investidores e o regular funcionamento do mercado, poderá suspender ou cancelar a oferta pública de distribuição que: se esteja processando em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas; ou que tenha sido havida por ilegal, contrária à regulamentação da autarquia ou fraudulenta, ainda que após obtido o registro (artigo 20, da Lei 6.385 de 1976 e artigo 19, da Instrução CVM 400 de 2003). A suspensão da oferta deve ser determinada, por prazo não superior a trinta dias, quando a Comissão de Valores Mobiliários verificar ilegalidade ou violação de regulamento sanáveis; findo este prazo sem a regularização dos vícios que acarretaram a suspensão, a Comissão de Valores Mobiliários deverá ordenar a retirada da oferta e cancelar o respectivo registro. A regulamentação concede o direito à restituição integral dos valores, bens ou direitos dados em contrapartida aos valores mobiliários ofertados: a todos os investidores que já tenham aceitado a oferta, na hipótese de seu cancelamento; e aos investidores que tenham revogado a sua aceitação, na hipótese de suspensão (artigo 20, da Instrução CVM 400 de 2003).

A emissão pública de valores mobiliários, geralmente, se concretiza com a participação de uma instituição financeira, que será responsável pela aproximação entre a empresa emissora e os investidores. A intermediação da instituição financeira, que abrange desde um estudo de viabilidade econômica da emissão pública até o acompanhamento da cotação dos papéis em bolsa de valores, ocorre através da celebração do contrato de subscrição de valores mobiliários (contrato de *underwriting*) com a empresa emissora. Instrumento jurídico destinado a promover a capitalização das empresas, este contrato se subordina às regras impostas pelo mercado de capitais aos agentes que negociam valores mobiliários nos mercados primário e secundário.

3.3 Contrato de subscrição de valores mobiliários

A emissão pública de valores mobiliários somente poderá ser colocada no mercado através de agentes e entidades pertencentes ao sistema de distribuição, previsto no artigo 15, da Lei 6.385 de 1976, podendo a Comissão de Valores Mobiliários exigir a

participação de instituição financeira. O aumento de capital mediante subscrição pública de ações, além do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, somente poderá ser efetuado com a intermediação de instituição financeira (artigos 170, § 5º e 82 da Lei 6.404 de 1976). A Comissão de Valores Mobiliários exige, no artigo 3º, § 2º, da Instrução CVM 400 de 2003, que a distribuição pública seja efetuada com a intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição, presentes na Lei 6.385 de 1976, ressalvada hipótese de dispensa específica deste requisito⁴⁹.

As normas legislativas e regulamentares orientam a companhia emissora a buscar o conhecimento especializado das instituições financeiras, para auxiliar na captação de poupança popular, mediante oferta pública de distribuição de valores mobiliários. A atuação da instituição financeira consiste em assessorar a companhia emissora em todas as etapas da oferta pública de distribuição, com a finalidade de canalizar recursos dos agentes econômicos superavitários para os empreendimentos empresariais. A instituição financeira pode colaborar com a companhia emissora de valores mobiliários, desempenhando diversas atividades, dentre as quais destacam-se: realizar prévio estudo de viabilidade econômica da emissão pública; desenvolver a montagem da operação, juntamente com a empresa emissora; prestar esclarecimentos em assembléia geral ou em reunião do conselho de administração; auxiliar no cumprimento de formalidades dos registros e na elaboração do Prospecto; proceder à efetiva colocação pública dos valores mobiliários; e acompanhar a negociação dos títulos no mercado.

As instituições financeiras que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários (bancos de investimento, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras) podem atuar na qualidade de prestadoras de serviços, como agentes da companhia emissora, auxiliando a colocação; podem, ainda, agir por conta própria, subscrevendo ou comprando os papéis para os colocar no mercado (artigo 15, I, da Lei 6.385 de 1976). O principal objetivo da instituição financeira em sua atividade de intermediação, independentemente da estipulação de outras responsabilidades, consiste em tornar viável a colocação dos títulos no mercado, possibilitando a captação de recursos para o financiamento da companhia emissora. No entanto, embora a colocação constitua o elemento comum da intermediação, a natureza das obrigações assumidas pela instituição financeira permite segmentar a oferta pública de

⁴⁹ A Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do artigo 4º, da Instrução CVM 400 de 2003, poderá, observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários ou alguns dos seus requisitos, considerando: a categoria do registro de companhia aberta; o valor unitário dos títulos ofertados ou o valor total da oferta; o plano de distribuição dos valores mobiliários; a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição; características da oferta de permuta; o público destinatário da oferta; ou ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

distribuição de valores mobiliários (*underwriting*) em três modalidades de operações: firme, residual e melhor esforço.

O *underwriting firme* (*straight* ou com “garantia de subscrição total”) consiste na distribuição pública em que a instituição financeira assume o compromisso de subscrever a totalidade dos valores mobiliários emitidos pela companhia, para os revender posteriormente ao público investidor; a instituição financeira (*underwriter*), ao subscrever a emissão, passa a titularizar os valores mobiliários, assumindo integralmente o risco de colocá-los no mercado. O *underwriting residual* (*stand by* ou “com garantia de sobras”) se configura como a operação de colocação pública na qual o *underwriter* se obriga a adquirir os valores mobiliários não subscritos pelos acionistas da companhia ou pelos agentes do mercado; pode também representar o compromisso da instituição financeira de garantir a subscrição de uma parcela dos valores mobiliários objeto da colocação pública. O *underwriting de melhor esforço* (*best effort* ou “sem garantia de subscrição”) se constitui na oferta de distribuição em que a instituição financeira apenas se obriga a envidar seu maior empenho para colocar os títulos, sem o compromisso de adquiri-los em caso de insucesso da emissão pública⁵⁰.

O relacionamento da companhia emissora com as instituições intermediárias deverá ser formalizado mediante contrato de subscrição de valores mobiliários que, além de prever a colocação dos títulos como objeto, delimitará eventual garantia de subscrição, total ou parcial, da oferta. A instituição financeira, em razão da modalidade de *underwriting* contratado com a companhia emissora, pode assumir obrigação de meio ou de resultado: na modalidade de melhor esforço, assume obrigação de meio, uma vez que não se compromete com a efetiva colocação de todos os valores mobiliários, embora para isso deva se empenhar com afincos; nas modalidades com garantia, firme ou residual, configura-se obrigação de resultado, pois existe compromisso de efetiva subscrição da totalidade da emissão, gerando a certeza de que todos os títulos serão colocados pela instituição financeira (EIZIRIK, 1987, p. 23-24).

O contrato de *underwriting*, analisado sob o ângulo de seus efeitos, se constitui em negócio jurídico bilateral, em razão de estabelecer obrigações recíprocas e independentes para ambas as partes, companhia emissora e instituição financeira, cada qual figurando,

⁵⁰ O termo *underwriting*, embora relacionado com a atividade de subscrição de valores mobiliários (*to underwrite* significa “subscrever”), acabou sendo empregado, no cotidiano do Mercado de Capitais Brasileiro, para designar, também, as operações de mera colocação dos títulos. Sendo assim, mesmo diante da imprecisão terminológica, o termo é utilizado para definir qualquer operação de colocação pública de valores mobiliários, envolvendo participação de instituição financeira, ainda que esta não assuma compromisso de subscrever, total ou parcialmente, os valores emitidos. Neste sentido, Modesto Carvalhosa (2003, p. 548) ressalta a impropriedade de se empregar o termo *underwriting*, para denominar o contrato puro e simples de prestação de serviços, no qual a instituição financeira apenas se obriga a colocar, da melhor maneira possível (*best effort*), os papéis da companhia emissora, pois não se compromete a subscrevê-los.

simultaneamente, como credor e devedor. O contrato de *underwriting*, em relação à forma, pode ser classificado como não solene, já que pode ser celebrado sob qualquer forma não defesa em lei. As partes do contrato de *underwriting*, ao celebrá-lo com o intuito de obterem vantagens ou benefícios, estabelecem encargos recíprocos, caracterizando-o como contrato oneroso. O contrato de *underwriting* classifica-se, também, como comutativo, na medida em que as prestações de ambas as partes guardam entre si uma relativa equivalência, cabendo à instituição financeira receber as comissões pactuadas, como direito correlato ao seu dever jurídico de assessorar a companhia emissora na operação de oferta pública de distribuição. O contrato de *underwriting* pode se configurar, ainda, como contrato de trato sucessivo, pois a obrigação não é executada de uma só vez, persistindo de modo contínuo, embora ocorram soluções periódicas, até o encerramento do período de distribuição dos valores mobiliários (EIZIRIK, 1992, p. 51; PEREIRA, C., 1997, p. 37-42).

A empresa emissora de valores mobiliários e a instituição intermediária devem inserir, obrigatoriamente, no corpo do contrato de subscrição, as cláusulas constantes do Anexo VI, da Instrução CVM 400 de 2003, sendo elas: qualificação da empresa emissora, da instituição líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso; assembléia geral extraordinária ou reunião do conselho de administração que autorizou a emissão; regime de colocação dos valores mobiliários; total de valores mobiliários objeto do contrato e suas principais características; condições de revenda dos valores mobiliários pela instituição líder ou pelas demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, no caso de regime de colocação com garantia firme; remuneração da instituição líder e demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, discriminando as comissões devidas; descrição do procedimento adotado para distribuição; e menção a contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez, se houver. As formas de remuneração devidas pela companhia ofertante devem estar explícitas no contrato de subscrição, bem como a política de desconto ou repasse concedido aos investidores, se for o caso, suportado pelas instituições intermediárias (artigo 33, § 1º, da Instrução CVM 400 de 2003).

A oferta pública de distribuição de valores mobiliários, considerando-se o volume e as características da emissão, pode ser realizada com a participação de uma única instituição financeira ou com a reunião de algumas delas. As instituições intermediárias, objetivando reduzir os riscos de insucesso da colocação, poderão se organizar sob a forma de consórcio, para distribuir os valores mobiliários no mercado ou garantir a subscrição da emissão (artigo 34, da Instrução CVM 400 de 2003). O instituto do consórcio, regulado pelos artigos 278 e 279, da Lei 6.404 de 1976, se configura como um contrato de colaboração entre empresas,

celebrado com a finalidade de executarem, em conjunto, determinado empreendimento. O consórcio de instituições financeiras não apresenta um prazo predeterminado de existência, extinguindo-se apenas com a efetiva execução de seu objeto, qual seja, a colocação da emissão pública no mercado. O consórcio não possui personalidade jurídica própria e as consorciadas somente se obrigam nas condições previstas no respectivo contrato, respondendo cada uma por suas obrigações, sem presunção de solidariedade.

As cláusulas relativas ao consórcio, embora este se constitua como um contrato autônomo, deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de *underwriting*, onde deverá constar a outorga de poderes de representação das instituições intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante (artigo 34, § 1º, da Instrução CVM 400 de 2003). A obrigação de cada uma das instituições intermediárias consorciadas de garantir a distribuição dos valores mobiliários no mercado, salvo disposição em contrário, ficará limitada, no mínimo, ao montante do risco assumido no contrato. No caso de *underwriting* firme, sem prejuízo da garantia de colocação prestada ao ofertante, poderão ser as obrigações realocadas entre a instituição líder e as demais instituições intermediárias participantes do consórcio, desde que previstas no contrato de distribuição e divulgadas no Prospecto (artigo 36, da Instrução CVM 400 de 2003).

As instituições financeiras organizadas em consórcio, para a realização de distribuição pública de valores mobiliários, apresentam um ou mais líderes, que serão responsáveis pela celebração do contrato de *underwriting* com a companhia emissora e pelo cumprimento das seguintes obrigações específicas: avaliar, em conjunto com a empresa emissora, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de *underwriting* a ser celebrado; solicitar, juntamente com a empresa emissora, o registro de distribuição na Comissão de Valores Mobiliários e assessorar todas as etapas da colocação; formar o consórcio de distribuição, se for o caso; informar à Comissão de Valores Mobiliários quais são os participantes do consórcio e suas respectivas obrigações na colocação dos títulos; comunicar imediatamente à Comissão de Valores Mobiliários qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou a sua rescisão; remeter mensalmente à Comissão de Valores Mobiliários relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários; participar da elaboração do Prospecto; publicar os avisos exigidos pela regulamentação; acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta; controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição; suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade (artigo 37, da Instrução CVM 400 de 2003).

A companhia emissora, as instituições intermediárias e demais envolvidos na oferta pública de emissão, até que esta seja divulgada ao mercado, possuem a obrigação de limitar a revelação de informações relativas à oferta, utilizando-as estritamente aos fins relacionados com a preparação da operação. Estes agentes devem, também, abster-se de negociar, até a publicação do Anúncio de Encerramento de Distribuição, com valores mobiliários de emissão da empresa ofertante. As instituições intermediárias e a empresa emissora deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida aos investidores, independentemente do meio de divulgação utilizado, com as informações contidas no Prospecto (artigo 49, da Instrução CVM 400 de 2003).

A empresa ofertante assume a responsabilidade pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição. A instituição líder, nos termos do artigo 56, § 1º, da Instrução CVM 400 de 2003, deverá tomar, sob pena de ser responsabilizada, todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, para assegurar que tanto as informações prestadas pela companhia emissora, quanto as fornecidas ao mercado durante todo o período de distribuição, sejam verdadeiras e suficientes, possibilitando ao investidor fundamentar sua decisão sobre a oferta. A prestação de informações falsas ou tendenciosas no Prospecto, ou no âmbito das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, constitui infração grave, para os efeitos do § 3º, do artigo 11, da Lei 6.385 de 1976, acarretando aplicação de penalidades aos infratores; considera-se, ainda, infração grave a veiculação pela companhia, pela instituição líder ou pelas demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, de qualquer prospecto ou material publicitário sem prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários (artigo 59, da Instrução CVM 400 de 2003).

A instituição intermediária participante da oferta pública, em respeito ao princípio da ampla e transparente divulgação de informações que rege a disciplina do mercado de capitais, possui a obrigação de revelar aos investidores todos os fatos relevantes, de seu conhecimento, ocorridos na companhia emissora. As normas legais e regulamentares consideram relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração, ou qualquer outro fato relacionado aos negócios da empresa emissora, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de negociar os valores mobiliários ou de exercer quaisquer direitos por eles conferidos, bem como na cotação dos papéis no mercado (artigo 157, § 4º, da Lei 6.404 de 1976 e Instrução CVM 358, de 3 de janeiro de 2002). A Comissão de Valores Mobiliários, no parágrafo único, do artigo 2º, da Instrução 358 de 2002, arrola alguns exemplos que se enquadram no conceito de ato ou fato

relevante, objetivando esclarecer sua compreensão: mudança no controle da companhia; celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; autorização para negociação dos valores mobiliários em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; cancelamento de registro da companhia aberta; reestruturações societárias; mudança na composição do patrimônio da empresa; alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos; lucro ou prejuízo da companhia; descoberta, mudança, ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

As obrigações pactuadas entre companhia emissora e instituições intermediárias apresentam grande relevo na decisão dos investidores de aplicarem seus recursos nos valores mobiliários ofertados e, por isso, devem ser adequadamente disponibilizadas aos interessados. Sendo assim, de acordo com o Anexo III, da Instrução CVM 400 de 2003, o Prospecto, principal repositório de informações sobre a operação de oferta dos títulos, deve esclarecer: as condições do contrato de *underwriting*, no que concerne à colocação dos valores mobiliários junto ao público e eventual garantia de subscrição prestada pelo líder e consorciados, especificando a quota de cada um, se for o caso, além de outras cláusulas reputadas relevantes aos investidores, indicando o local onde a cópia do contrato se encontra disponível para consulta ou cópia; e as relações da empresa emissora com o líder da distribuição e coordenadores participantes do consórcio, especialmente empréstimos e investimentos, inclusive com instituições financeiras que tenham ligações societárias com os consorciados. O Prospecto deve, ainda, conter informações relativas ao demonstrativo do custo da distribuição, divulgando: a porcentagem em relação ao preço unitário de distribuição; a comissão de coordenação paga à instituição líder; a comissão de colocação devida a todas as instituições intermediárias; a comissão de garantia de subscrição, se houver; outras comissões pactuadas; o custo unitário de distribuição; as despesas decorrentes do registro; e outros custos relacionados à operação de oferta pública.

A definição do preço de emissão dos valores mobiliários costuma ser apontada como fato gerador de conflito de interesses entre a companhia emissora e a instituição financeira: a primeira teria o interesse em estabelecer o maior preço de emissão possível, permitindo-lhe obter maior volume de recursos ao menor custo; enquanto a segunda, nos casos de *underwriting* com garantia (firme ou residual), teria interesse em adquirir os títulos a um preço abaixo do estabelecido pelo mercado, diminuindo seus riscos e maximizando seu retorno com a revenda dos papéis. O preço de emissão constitui fator decisivo para o sucesso da operação de *underwriting*, com isso, falhas significativas na sua determinação acarretam prejuízos tanto para a companhia

emissora, quanto para a instituição financeira. A “superavaliação” dos títulos, embora possa agradar os controladores, encerra grande probabilidade de posterior desvalorização, maculando a imagem da empresa emissora, com a conseqüente rejeição dos investidores em relação a futuras operações; em contrapartida, a “subavaliação” dos títulos, mesmo podendo interessar a manobras especulativas, resulta em menor captação de recursos para o empreendimento, prejudicando os acionistas. O estabelecimento de um preço de emissão considerado elevado pelo mercado pode levar a instituição financeira a revender os papéis com lucro reduzido ou mesmo com prejuízo; por outro lado, a definição de um preço baixo pode resultar em perda da operação para a concorrência e abalar o prestígio profissional da instituição financeira, em razão da má avaliação, comprometendo negócios futuros, até com outros clientes (CORDEIRO FILHO, 1981, p. 73-74).

A irrevogabilidade da oferta pública de distribuição se aplica ao contrato de subscrição de valores mobiliários, uma vez que este instrumento formaliza uma operação de mobilização da poupança popular, necessitando de maior previsibilidade, para resguardar a própria solidez do mercado. Contudo, conforme dispõem os artigos 478 e 479, do Código Civil de 2002, nos contratos de trato sucessivo, como o de *underwriting*, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderão ser solicitadas a resolução do contrato ou a modificação equitativa de suas condições (cláusula *rebus sic stantibus*). O indeferimento do pedido de registro da emissão pela Comissão de Valores Mobiliários também acarreta a rescisão do contrato de *underwriting*, pois determina a perda de seu objeto; por sua vez, a rescisão do contrato de *underwriting* ocasiona o cancelamento do registro de emissão pública perante a Comissão de Valores Mobiliários (artigo 19, § 4º, da Instrução CVM 400 de 2003).

A participação de instituição financeira, particularmente quando goza de prestígio no mercado, confere credibilidade à oferta pública de distribuição de valores mobiliários, gerando sensação de maior segurança aos investidores, que presumem a veracidade das informações divulgadas. As instituições intermediárias, em razão das obrigações que assumem na operação de colocação pública, atestam a existência da companhia emissora, a regularidade dos títulos ofertados, a realização dos atos societários necessários à oferta, contribuindo para formar a decisão de investimento. Diante da importância destas instituições, a oferta pública de distribuição efetivada sem a participação delas, exceto nos casos permitidos em lei ou por dispensa da Comissão de Valores Mobiliários, configura infração grave, de acordo com o artigo 59, III, da Instrução CVM 400 de 2003.

3.3.1 Alocação de recursos através do contrato de subscrição de valores mobiliários

O procedimento de abertura do capital pode representar importante alternativa de financiamento para as empresas, viabilizando recursos de longo prazo, fundamentais aos projetos de expansão da capacidade produtiva e de desenvolvimento tecnológico. A abertura do capital realizada mediante emissão pública de valores mobiliários exige da companhia emissora a observância de normas rigorosas, relacionadas com a divulgação de informações e com o respeito aos direitos dos investidores, para que não seja prejudicada a eficiência na mobilização da poupança. A emissão pública de valores mobiliários ocorre com a participação de instituições intermediárias, que formalizam suas obrigações perante a companhia emissora através do contrato de *underwriting*. A existência de falhas no mercado de capitais, algumas vezes agravadas por dispositivos legais, interfere na alocação de recursos através do contrato de *underwriting*, que recebe nova feição com a regulação e com a auto-regulação das operações envolvendo valores mobiliários. A análise desta nova feição parte da recepção jurídica do mercado, verificando suas imperfeições, e culmina nos esforços dos agentes econômicos visando repará-las, para restabelecer a eficiência na alocação de recursos.

As relações entre os agentes econômicos muitas vezes geram distorções que prejudicam o fluxo de informações e a segurança, necessários ao regular funcionamento do mercado. A incessante busca pela otimização dos resultados, com o objetivo de galgar melhores posições no mercado, leva muitas empresas a adotarem práticas lesivas ao meio ambiente, aos consumidores, aos trabalhadores, à concorrência e aos investidores, exigindo um complexo normativo que corrija tais práticas. Esta necessidade de regulação faz com que o mercado se constitua em um sistema de relações governado pelo Direito, emergindo como um organismo artificial, construído por uma escolha consciente, por uma decisão política do Estado (IRTI, 1995, p. 290).

A conversão do mercado num instituto jurídico não se destaca apenas pela proteção aos agentes econômicos, mas também pelos instrumentos que o Direito fornece para a viabilização do processo produtivo. A transferência da propriedade dos produtos confeccionados pela atividade empresarial ocorre através de contratos; da mesma forma, os recursos de propriedade dos investidores são destinados aos empreendimentos empresariais através de relações contratuais. A circulação da propriedade ocorre com maior facilidade e segurança celebrando-se contratos; as empresas organizam a produção de bens e serviços,

destinando-os aos mercados que, por sua vez, proporcionam o encontro de oferta e demanda, tornando eficiente a troca econômica⁵¹.

A apropriação do mercado pelo Direito encontra seus fundamentos na Ordem Econômica e Financeira, enunciada no Título VII da Constituição de 1988. A ordem econômica enunciada corresponde ao “[...] conjunto de normas que define, institucionalmente, um determinado modo de produção econômica [...]”⁵². O modo de produção juridicamente concebido, na atual sociedade, apresenta o mercado como sistema alocativo dominante, devendo ser incentivado de modo a viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico, o bem-estar da população e a autonomia tecnológica do País (artigo 219, da Constituição Federal de 1988). Todavia, os incentivos jurídicos ao regular funcionamento do mercado decorrem de normas e o processo legislativo sofre fortes pressões de grupos de interesse, que podem capturar legislação favorável, em detrimento da eficiência econômica.

A alocação de recursos, necessária ao financiamento dos empreendimentos e fundamental para a manutenção das empresas no mercado, encontra-se disciplinada pela ordem econômica, através da estruturação do Sistema Financeiro Nacional, destinado a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade (artigo 192, da Constituição Federal de 1988). Sendo assim, a intermediação financeira, delineada constitucionalmente, deve direcionar o investimento das poupanças disponíveis, tão escassas na economia brasileira, principalmente aos projetos de empresas que contribuam para a concretização do bem-estar social.

O Mercado de Capitais Brasileiro se constitui em segmento do Sistema Financeiro Nacional e, portanto, está condicionado às diretrizes constitucionais da ordem econômica. A importância de uma adequada regulação deste mercado decorre do crescimento econômico, que por ele pode ser promovido, através da ampliação de formas ágeis e perenes de financiamento dos empreendimentos nacionais⁵³. Não se pode olvidar, todavia, que a condução para o modo de produção, constitucionalmente orientado, depende

⁵¹ Rachel Sztajn (2004, p. 29-30) ainda complementa, dizendo: “Claro que é preciso partir de uma atribuição inicial da propriedade sobre bens a que se soma a possibilidade da transferência dessa titularidade, porque não é função dos mercados nem atribuir propriedade sobre bens, nem disciplinar contratos que facilitem sua circulação. Essas tarefas cabem ao Direito, nada obstante tanto o direito de propriedade quanto os contratos interessem ao funcionamento dos mercados na medida em que a circulação da propriedade, legal e regularmente, se dá mediante a celebração de contratos.”

⁵² A descrição pertence a Eros Roberto Grau (1998, p. 53), que esclarece: “[...]. Assim, ordem econômica, parcela da ordem jurídica (mundo do dever-ser), não é senão o conjunto de normas que institucionaliza uma determinada ordem econômica (mundo do ser).”

⁵³ Antonio Kandir (2001, p. 15) defende que o mercado de capitais está na raiz da inovação tecnológica, pois diminui os riscos do investidor, facilita as fusões das companhias e fortalece as atividades de *venture capital*.

da evolução legislativa, com todas suas condicionantes políticas e econômicas, na construção de normas infraconstitucionais, benéficas ou prejudiciais ao desenvolvimento do mercado de capitais.

A regulação do mercado de capitais sofreu duas reformas recentes, que evidenciam a participação dos instrumentos jurídicos como um conjunto de incentivos ao exercício da atividade de alocação de recursos. A Lei 9.457 de 1997, objetivando favorecer os processos de reorganização societária e de reduzir os custos dos projetos de privatização de empresas sob controle estatal, acabou suprimindo direitos dos acionistas minoritários, desestimulando o investimento em títulos e valores mobiliários. Diante disto, foi promulgada a Lei 10.303 de 2001, visando valorizar as posições minoritárias, prejudicadas pelo legislador de 1997; contudo, a pressão de grupos de interesse de acionistas controladores impediu o fortalecimento dos direitos de acionistas minoritários, mantendo grande disparidade entre investimento e participação nas deliberações sociais, resultando em maior risco de expropriação dos recursos e, por conseguinte, em maior aversão ao mercado de capitais.

Os próprios agentes econômicos passaram, então, a estabelecer regras de conduta para assegurar ampla divulgação de informações e maior respeito aos investidores, complementando as imperfeições dos dispositivos legais e reparando as falhas do mercado de capitais. Os esforços de auto-regulação mais expressivos, no Mercado de Capitais Brasileiro, são os representados pelos segmentos especiais de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, o código de auto-regulação da Associação Nacional dos Bancos de Investimento e a atuação de investidores institucionais. A integração das atividades auto-reguladoras conduz as companhias emissoras a adotarem níveis mínimos de governança corporativa; com isso, além de obterem recursos para financiamento de longo prazo, a custos menores, auxiliam o fortalecimento do mercado de capitais.

A governança corporativa, preconizada pelo mercado, com respaldo no ordenamento constitucional e na legislação ordinária, possibilita a remoção de um dos principais entraves ao desenvolvimento do mercado de capitais, a baixa qualidade dos valores mobiliários, especialmente das ações, ao assegurar maior transparência às informações divulgadas e conferir maior proteção aos direitos dos investidores. O contrato de subscrição de valores mobiliários, instrumento jurídico que possibilita a captação da poupança popular no mercado de capitais, deve estabelecer o compromisso das partes contratantes com a adoção de práticas de governança corporativa, seguindo a orientação dos próprios agentes econômicos. A Comissão de Valores Mobiliários corrobora este

entendimento no artigo 25, § 3º, da Instrução CVM 400 de 2003, ao dispor que é sempre permitida a modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores.

A adoção de melhores práticas de governança corporativa reduz a assimetria informacional, evitando manipulação no preço dos títulos, e fortalece a atuação dos investidores nas decisões sociais, reduzindo o risco de serem expropriados pelos controladores. A oferta pública de distribuição, objeto do contrato de *underwriting*, ao ser realizada observando-se a regulação e a auto-regulação do mercado de capitais, torna o investimento mais seguro e, portanto, mais atrativo, valorizando a companhia emissora e carreando recursos mais baratos para os seus empreendimentos. Sendo assim, as regras de conduta estipuladas pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento devem ser observadas pelas instituições financeiras ao assessorarem uma distribuição pública de valores mobiliários e as companhias emissoras devem ser orientadas a aderir aos segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, quando decidirem realizar o lançamento de seus títulos⁵⁴.

O compromisso da instituição financeira e da companhia emissora com melhores práticas de governança corporativa, ao ser formalizado no contrato de subscrição de valores mobiliários, ganha visibilidade no mercado, atraindo os investidores e possibilitando maior captação da poupança. Esta nova relação obrigacional inserida no contrato de *underwriting* demonstra como um instrumento jurídico pode colaborar para reparar falhas de mercado, coibindo a assimetria informacional, os problemas de agência e a seleção adversa, já que as práticas de governança corporativa abrangem a transparência das informações e maior participação das minorias nas deliberações sociais. Diante disto, o contrato de subscrição de valores mobiliários passa a promover, conjuntamente, a eficiência econômica, pois destina recursos escassos a empresas mais rentáveis, e o bem-estar social, ao financiar a atividade produtiva geradora de empregos e tecnologia.

⁵⁴ Não se pode deixar de anotar, entretanto, que este novo e importante papel atribuído ao contrato de subscrição de valores mobiliários, mesmo partindo de iniciativa dos agentes econômicos, em benefício do interesse público de desenvolver o mercado de capitais, encontra barreiras na atuação do próprio Estado: “[...]. Os elevados valores do déficit e da dívida bruta do setor público, que exigem a contínua emissão de grande volume de títulos, em relação ao tamanho do mercado, sobrepõem-se às emissões privadas. Além disso, a alta taxa de juros paga pelos títulos públicos estabelece piso elevado para o custo das emissões privadas, que é difícil de ser superado pelo retorno dos investimentos a serem financiados, tornando-os pouco interessantes para quem toma os recursos e mesmo para quem os aplica, haja vista o risco de inadimplência. Também para instrumentos de renda variável, com os altos juros pagos pelo governo, estabelece-se ‘uma briga desigual’ que trava o desenvolvimento desse mercado. Por fim, a dificuldade do setor público em alongar o prazo de seus títulos torna essa tarefa mais difícil ainda para os investidores privados, reduzindo o interesse no mercado de capitais como fonte de recursos.” (PINHEIRO, 2005, p. 278-279).

3.3.2 Função da instituição financeira

A presença de falhas nos mercados financeiros prejudica a eficiência na canalização de recursos entre agentes econômicos superavitários e deficitários, resultando no distanciamento de níveis de investimento ótimos, fundamentais para a expansão do processo de produção. O fluxo circular da renda sofre a interferência de externalidades e poder de mercado, que distorcem a distribuição de recursos entre unidades familiares, empresas e setor público, restringindo as alternativas de financiamento, com a conseqüente limitação da atividade produtiva a patamares abaixo do socialmente desejável. As instituições financeiras passam a internalizar a atividade de alocação de recursos, com a finalidade de reduzir custos de transação originados pelas falhas de mercado, especializando-se em canalizar, com maior eficiência, a escassa poupança disponível para os projetos empresariais mais rentáveis.

A vasta experiência das instituições financeiras contemporâneas, em aproximar agentes tomadores e ofertadores de recursos, a elas confere significativas vantagens comparativas na atividade de alocação de poupança via mercado de capitais, reduzindo custos de transação nas operações de emissão pública de valores mobiliários. Estas instituições possuem o dever, imposto constitucionalmente, de promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade, no exercício da atividade de intermediação de recursos. Neste sentido, a atuação das instituições financeiras, na implementação do modo de produção constitucionalmente delimitado, deve ser analisada sob o seguinte aspecto: enquanto agentes subordinados à Ordem Econômica e Financeira devem se pautar pelos Princípios Gerais da Atividade Econômica, refletindo o comprometimento com o respeito ao meio ambiente e aos consumidores, com a valorização do trabalho humano e a livre concorrência; enquanto intermediários financeiros, responsáveis pela operacionalização do Sistema Financeiro Nacional, estão adstritas à transferência de recursos para as empresas que também adotem tais compromissos⁵⁵.

A disciplina constitucional da atividade econômica exige de todas as empresas, incluindo instituições financeiras, a observância de uma função social (artigo 170, III, da Constituição Federal de 1988), que pode ser compreendida como o dever jurídico de atender

⁵⁵ José Afonso da Silva (2004, p. 806, grifo do autor) destaca a importância do sentido e dos objetivos que a Constituição imputou ao sistema financeiro nacional, “ao estabelecer que ele será *estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade*, de sorte que as instituições financeiras privadas ficam assim, também, e de modo muito preciso, vinculadas ao cumprimento de funções sociais bem caracterizadas.”

ao interesse público, proporcionando vantagens positivas e concretas para a sociedade, no exercício de um direito subjetivo. A função social da empresa somente deve ser exigida, portanto, no exercício da atividade econômica, que constitua o objeto social definido pelo empresário ou pela sociedade empresária. O artigo 170, da Constituição Federal de 1988, delimita os deveres jurídicos que devem ser atendidos, no exercício do direito subjetivo de explorar a atividade econômica, para que a empresa cumpra sua função social.

O objeto social de uma instituição financeira consiste na atividade de intermediação de recursos, promovendo a mobilização da poupança para projetos de investimento. O fato de se organizarem unicamente sob a forma de sociedades anônimas (artigo 25, da Lei 4.595 de 1964) ressalta o fim lucrativo estabelecido no objeto social e perseguido através da atividade de intermediação (artigo 2º, da Lei 6.404 de 1976). As instituições financeiras envolvidas em oferta pública de distribuição de valores mobiliários estarão cumprindo sua função social, no exercício do direito subjetivo de intermediar recursos, ao canalizarem a poupança para empresas que adotem melhores práticas de governança corporativa. A destinação de recursos escassos ao financiamento de empresas que assegurem maior transparência na divulgação de informações e maior respeito aos investidores, além de representar melhor oportunidade de negócio, pois estas empresas são mais valorizadas pelo mercado, contribui para difundir as práticas de governança corporativa, elevando a qualidade das companhias emissoras e favorecendo o desenvolvimento do mercado de capitais.

As relações obrigacionais assumidas por instituições financeiras e companhias emissoras são formalizadas no contrato de *underwriting*, conforme exigência da Comissão de Valores Mobiliários. A função social desempenhada pela instituição intermediária na oferta pública de distribuição acaba se refletindo nos compromissos pactuados com a companhia emissora, encontrando materialização nas cláusulas do contrato de subscrição de valores mobiliários. O dever jurídico de promover a adoção de melhores práticas de governança corporativa, que deve ser atendido no exercício da intermediação financeira envolvendo valores mobiliários, passa a compor a relação obrigacional de captação de recursos no mercado de capitais.

A concepção de relação obrigacional adotada pelo Código Civil de 2002 abandona o método jurídico tradicional, centrado na figura de um sujeito atomizado de direito, para abordar a pluralização da subjetividade jurídica, tendo presente um conteúdo o mais possível coerente com os valores expressos pelo ordenamento jurídico. A análise interna da relação obrigacional, visualizando a dinâmica da atividade pela qual os sujeitos estruturam seus

interesses, contribui com uma concepção mais realista das interações, permitindo constatar a necessidade de tutela de valores constitucionais, além dos interesses patrimoniais. O Código Civil de 2002 estabelece, então, conceitos flexíveis, dentre os quais se encontra o de “função social do contrato”, para permitir ao aplicador do Direito concretizar a principiologia que governa o ordenamento jurídico (MARTINS-COSTA, 2005).

A produção e a circulação da riqueza, promovidas através de relações obrigacionais, resultam do exercício profissional da atividade econômica organizada, desempenhada pelas empresas. O contrato se constitui num instrumento jurídico indispensável ao desenvolvimento de toda atividade econômica organizada, coordenando as relações obrigacionais entre a empresa e agentes que com ela interagem (trabalhadores, fornecedores, consumidores, investidores). O direito dos contratos não se restringe a revestir passivamente as operações econômicas, como se fosse sua mera tradução jurídico-formal, mas incide sobre elas, orientando-as segundo os objetivos do ordenamento jurídico (ROPPO, 1988).

A relação obrigacional estabelecida pelas partes do contrato de *underwriting* não deve se limitar, dentro desta perspectiva, apenas à alocação da poupança, sem considerar os benefícios que o projeto financiado pode trazer para a sociedade, que a ele concede seus recursos. As cláusulas do contrato devem estar delimitadas pela axiologia constitucional que norteia a intermediação financeira no mercado de capitais, expressa nos artigos 170 e 192 da Constituição Federal de 1988, ainda que a legislação infraconstitucional dela se distancie (como foram os casos da Lei 9.457 de 1997 e da Lei 10.303 de 2001). Neste sentido, destaca-se a atividade auto-reguladora dos agentes econômicos que, visando reparar as impropriedades legislativas e as falhas de mercado, fazem inserir no contrato de *underwriting* obrigações conducentes a melhores práticas de governança corporativa. Diante disto, as instituições financeiras auxiliam a viabilização do mercado de capitais, enquanto alternativa de financiamento para projetos de expansão de capacidade produtiva e de inovação tecnológica, cumprindo seu dever jurídico de promover o desenvolvimento equilibrado do País e servir aos interesses da coletividade, no exercício do direito subjetivo de explorar a intermediação de recursos⁵⁶.

⁵⁶ Mais uma vez deve-se destacar a prejudicial interferência do Estado no desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro, dificultando a organização de um sistema privado de financiamento de longo prazo, que seria orientado pelos esforços de auto-regulação dos agentes econômicos: “[...] a presença do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), com o elevado volume de empréstimos que sempre forneceu a taxas subsidiadas, associada à prática vigente durante anos de aquisição de ações dos financiados, sem direito a voto, por intermédio do BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), atendeu em boa parte às necessidades de financiamento das grandes empresas, reduzindo a demanda política por reformas do sistema. Como as empresas maiores, mais vocalizadas e com maior poder político, são justamente as que têm melhor acesso ao BNDES, os empréstimos subsidiados silenciaram vozes que, de outra forma, poderiam ter propugnado por medidas mais efetivas para o desenvolvimento de alternativas privadas de financiamentos de longo prazo para o setor privado, incluindo-se entre estas o mercado de capitais.” (HADDAD, 2005, p. 183-184).

A disciplina do mercado de capitais apresenta imperfeições que distorcem a eficiência na canalização da poupança popular; em razão disto, os próprios agentes econômicos realizam esforços de auto-regulação para corrigir as imperfeições legislativas. A intermediação financeira realizada pelos associados da Associação Nacional dos Bancos de Investimento deve seguir práticas de governança corporativa, expressas no código de auto-regulação. As condutas propaladas pelos códigos de auto-regulação acabam sendo inseridas nas cláusulas do contrato de subscrição de valores mobiliários, contribuindo para retomar a eficiência desta alternativa de financiamento. A padronização das cláusulas do contrato de *underwriting*, particularmente se convergentes com as práticas de governança corporativa apresentadas pela Bolsa de Valores de São Paulo, reduzem custos de transação, além de promoverem a prosperidade do mercado de capitais, assegurando proteção aos investidores e transparência das informações divulgadas.

3.3.3 Financiamento das empresas socialmente responsáveis

A redução da atividade estatal de regulação da economia, bem como a diminuição de políticas públicas voltadas para a promoção dos direitos sociais, tem exigido maior participação das empresas no atendimento à demanda da população carente por bens públicos. A coletividade passa a reclamar uma postura mais ativa das empresas no tratamento de questões sociais, devido às deficiências do Estado em prover condições dignas de sobrevivência a todos os cidadãos. Sendo assim, as empresas passam a adotar uma nova forma de gestão, correntemente denominada responsabilidade social, integrando preocupações ambientais e comunitárias, não inseridas no objeto da atividade econômica, em seu relacionamento com os diversos atores.

O exercício profissional da atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços, proclamado no *caput* do artigo 966, do Código Civil de 2002, está condicionado à observância dos preceitos constitucionais balizadores da ordem econômica, quais sejam (artigo 170, da Constituição Federal de 1988): soberania nacional; propriedade privada dos bens de produção e sua função social; livre concorrência; defesa do consumidor; defesa do meio ambiente; redução das desigualdades regionais e sociais; busca do pleno emprego; tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no país.

A Constituição Federal de 1988 apresenta um conjunto de normas que disciplinam o fato econômico, abrangendo o fato social a ele subjacente. O fundamento de validade das normas que balizam a ordem econômica constitucional é o mesmo que alberga os direitos sociais: o complexo de valores que emergem da comunidade. Não é possível compreender, portanto, a ordem econômica constitucional como algo independente e desconexo com os direitos sociais (HECK, 1992). Neste sentido, o ordenamento jurídico assegura a livre iniciativa no exercício da atividade empresarial e, conseqüentemente, a busca por resultados econômicos, decorrentes da liberdade de concorrência no mercado; entretanto, impede que tal busca se dê com ofensa à legislação trabalhista, com a degradação do meio ambiente e com práticas lesivas aos consumidores. A atividade empresarial desenvolvida nos contornos da ordem econômica deve auxiliar na construção de uma sociedade efetivamente livre, justa e solidária, tarefa que deve se coadunar com o escopo lucrativo da produção.

A finalidade lucrativa não pode ser extraída do método empresarial, mas também não pode subordinar a legitimação jurídica e social da empresa. A disciplina jurídica da empresa não pode ser orientada em função exclusiva da persecução do lucro; nem a realização e o respeito dos valores sociais envolvidos na atividade empresarial devem ser considerados somente se conciliados com o fim subjetivo do lucro, ao invés de convergirem com o fim objetivo da produtividade. O lucro pode ser considerado legítimo como um indicador e um regulador da vida e da vitalidade da empresa, embora não seja o único (OPPO, 1992). Todavia, no cotidiano da atividade empresarial, os valores sociais serão respeitados ou violados em razão do retorno lucrativo da decisão.

A violação das normas balizadoras da atividade econômica, ao conferir vantagem competitiva à empresa infratora, pois esta deixa de suportar os custos da regulação, distorce a concorrência, resultando em falha de mercado. Os agentes econômicos, interessados em assegurar sua lucratividade, passam a se fiscalizar reciprocamente, no intuito de impedir que alguma empresa desrespeite regras e, com isso, reduza despesas de produção. A pressão dos próprios agentes econômicos, para o cumprimento de dispositivos legais, pode ser desempenhada de diferentes maneiras e encontra no mercado de capitais um importante espaço de exercício, empregando-se o contrato de subscrição de valores mobiliários como mecanismo indutor do respeito à regulação.

As empresas necessitam recorrer à poupança popular para financiar seus projetos de expansão, uma vez que seus recursos próprios, na maioria das vezes, não são suficientes ao empreendimento. Os agentes econômicos podem, então, pressionar as instituições financeiras para que os recursos não sejam destinados às empresas infradoras de dispositivos legais. O

contrato de subscrição de valores mobiliários, ao canalizar recursos para financiar os empreendimentos das empresas, pode ser utilizado com um importante instrumento jurídico de incentivo ao cumprimento das regras disciplinadoras da atividade econômica; além disso, pode também ser utilizado para estimular projetos empresariais de responsabilidade social.

O governo empresarial se constitui nos meios que conduzem as ações, os agentes e os ativos da corporação, na direção dos objetivos empresariais estabelecidos pelos acionistas. A responsabilidade social designa a capacidade dos diversos grupos de indivíduos, relacionados à atividade da empresa, de atuarem de forma que seus valores se reflitam nos objetivos empresariais. Quando os grupos de indivíduos atuam conscientes de sua capacidade pessoal e outorgam ou retiram estrategicamente seu apoio econômico, mobilizando seu trabalho, seu capital e sua clientela, segundo seus valores morais, o funcionamento das forças de mercado levará as empresas a adotarem esses valores (STERNBERG, 2005/06, p. 136-137).

A eficiência econômica que se pretende alcançar, no sistema de mercado, corresponde à produção do maior benefício possível, com a utilização do mínimo de recursos disponíveis. Diante disto, o financiamento de empresas socialmente responsáveis e que adotem melhores práticas de governança corporativa representa a alternativa mais eficiente de mobilização da poupança popular através do mercado de capitais: os valores mobiliários emitidos serão melhor avaliados pelo mercado, devido à transparência das informações divulgadas e ao maior respeito aos investidores, carreando montantes de recursos mais elevados, com a conseqüente expansão da capacidade produtiva da empresa; os projetos de responsabilidade social contribuem para melhorar a qualidade de vida das pessoas atendidas, agregando valor à empresa.

A análise da regulação e da auto-regulação que disciplinam o mercado de capitais e, conseqüentemente, estabelecem novos contornos ao contrato de *underwriting*, confirma que a adequação à responsabilidade social e à governança corporativa viabiliza a eficiência empresarial, pois aumenta os resultados econômicos da empresa ao mesmo tempo em que ela promove o desenvolvimento social. A responsabilidade social e a governança corporativa, além de presentes nos princípios do ordenamento jurídico, constituem estratégia das empresas modernas que perseguem sua própria perenidade no mercado⁵⁷. Esta estratégia empresarial

⁵⁷ Este fato pode ser comprovado através da constatação de que as ações incluídas no Índice Dow Jones de Sustentabilidade apresentaram valorização de 146%, contra 108% das incluídas no Índice Geral Dow Jones, entre dezembro de 1993 e setembro de 2004 (HERZOG, 2004, p. 14-17). Estima-se que o prêmio pago pela adoção das práticas de governança corporativa varie entre 15% e 20% sobre o valor das ações de empresas que não estão listadas (CAMBA, 2004).

contribui para aumentar o bem-estar das comunidades abrangidas, em consonância com as diretrizes constitucionais da Ordem Econômica e Financeira; concomitantemente, a empresa alcança maior visibilidade, resultando em aumento da rentabilidade da atividade econômica.

A adoção de práticas de governança corporativa demonstra maior comprometimento da empresa com a transparência das informações e com o respeito aos direitos dos investidores, melhorando a cotação dos valores mobiliários por ela emitidos. Os projetos de responsabilidade social, ao trazerem benefícios para a comunidade, fortalecem a imagem da empresa, gerando maior procura por seus produtos. O contrato de subscrição de valores mobiliários pode incentivar a adoção de práticas de responsabilidade social e de governança corporativa, canalizando a poupança para empresas com elas comprometidas. Desta forma, este instrumento jurídico auxilia na reparação das falhas de mercado, promovendo a eficiência do mercado de capitais, além de contribuir com o desenvolvimento socioeconômico.

CONCLUSÃO

O mercado se configura como o sistema econômico dominante nas sociedades atuais, que orienta as decisões de produção, devido à eficiência em alocar recursos escassos e destiná-los ao uso que proporcione maior satisfação de necessidades humanas. Os agentes econômicos interagem no sistema de mercado, disponibilizando fatores produtivos e adquirindo bens e serviços, segundo a influência das forças de oferta e demanda sobre os preços. As relações dos agentes econômicos, na maioria das vezes, não ocorrem de forma eficiente, devido à existência de falhas de mercado, prejudicando a obtenção de resultados produtivos socialmente desejáveis. A ocorrência de falhas de mercado enseja a interferência do ordenamento jurídico no exercício da atividade econômica, uma vez que podem afetar o bem-estar social. No entanto, dependendo da forma como o instituto jurídico for aplicado, ao invés de combater as falhas de mercado, pode contribuir para agravá-las.

A ocorrência de falhas conduz os agentes a retirarem a transação do mercado, organizando-a na hierarquia de empresas. A organização dos fatores produtivos sob direção unitária, no interior de uma empresa, reduz os custos de transação, se comparada com a alternativa de recorrer ao mercado para contratá-los. O desenvolvimento da produção empresarial enseja a reunião de recursos, muitas vezes oriundos de terceiros, captados nos mercados financeiros, para a montagem da infra-estrutura e manutenção da confecção de bens e serviços. A abordagem jurídica da empresa abrange a regulação do exercício profissional da atividade econômica organizada, que coordena os fatores produtivos, dentre eles o capital, através da utilização de contratos.

A atividade produtiva desenvolvida pelas empresas, organizada num feixe de contratos, promove o crescimento econômico, ampliando a quantidade de bens e serviços que podem ser destinados à satisfação das necessidades humanas. O aumento quantitativo da produção deve ser acompanhado por uma elevação qualitativa, resultando no desenvolvimento socioeconômico, que permite a melhora na qualidade de vida das pessoas. A promoção do desenvolvimento socioeconômico se coaduna com as diretrizes da ordem econômica constitucional impostas às empresas. Sendo assim, no exercício do direito subjetivo de explorar a atividade econômica definida no objeto social, a empresa possui o dever jurídico de respeitar o interesse público proclamado nos Princípios Gerais da Atividade Econômica. A coletividade também passa a exigir da empresa maior comprometimento na provisão de bens públicos, originando práticas de responsabilidade social, que agregam valor à marca.

Os recursos necessários ao financiamento do processo produtivo não são produzidos, em geral, pela própria empresa, devendo ser buscados nos mercados financeiros. A poupança disponibilizada pelos agentes econômicos superavitários se encontra com os projetos de investimento dos agentes econômicos deficitários através da intermediação financeira realizada por instituições especializadas. A existência de falhas nos mercados financeiros impede a mobilização eficiente das escassas poupanças disponíveis para as oportunidades de investimento mais rentáveis. Diante disto, as instituições financeiras são constituídas para retirar a intermediação de recursos do mercado, internalizando a atividade de alocação de poupança, com o objetivo de reduzir custos de transação. O combate às falhas dos mercados financeiros, que podem ocasionar risco sistêmico, com enormes prejuízos ao fomento da atividade produtiva, recebe o auxílio do ordenamento jurídico, que contribui para restabelecer a eficiência na alocação da poupança.

O mercado de capitais se constitui em importante segmento do sistema financeiro, em razão de fornecer recursos para investimentos empresariais de longo prazo, geralmente associados com a expansão da capacidade produtiva e com o desenvolvimento tecnológico. A capitalização de empresas no mercado de capitais, através da emissão de valores mobiliários, exige ampla e completa divulgação de informações sobre a operação, além da proteção aos direitos dos investidores. A disciplina jurídica do mercado de capitais não tem se demonstrado favorável ao desenvolvimento desta alternativa de financiamento, permitindo a separação entre investimento e direito a voto, expondo os investidores a maior risco de expropriação pelos controladores. A reforma introduzida em 1997 suprimiu direitos de acionistas minoritários, para atender aos interesses políticos de reduzir os custos das privatizações, desestimulando o investimento no mercado de capitais. A reforma de 2001 não conseguiu fortalecer as posições minoritárias, devido à pressão exercida por grupos de interesse de acionistas controladores, demonstrando os efeitos prejudiciais dos instrumentos jurídicos sobre a eficiência econômica. Os próprios agentes econômicos passaram, então, a realizar esforços de auto-regulação, difundindo práticas de governança corporativa e reparando as imperfeições legislativas, ao exigirem transparência na divulgação de informações e maior proteção aos investidores. A adoção de melhores práticas de governança corporativa eleva a qualidade das empresas emissoras, tornando atrativo o investimento em valores mobiliários, o que contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais.

O acesso ao mercado de capitais exige que a empresa realize o procedimento de abertura de capital, com a aceitação de seus títulos para negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão. A abertura de capital constitui operação complexa, que demanda

cuidadosas análises especializadas para fundamentar a decisão de emitir valores mobiliários no mercado. A Comissão de Valores Mobiliários exige o cumprimento rigoroso de formalidades para conceder à companhia o registro de negociação, com a finalidade de assegurar ampla e completa divulgação de informações ao público investidor, já que a autarquia não pode exercer análise de mérito do empreendimento. A abertura de capital acarreta inúmeros benefícios para a empresa, como a alocação de recursos importantes para financiar planos de investimento, facilita operações de aquisição de outras empresas, torna a companhia mais conhecida no mercado, fortalece sua estrutura financeira, permite liquidez ao investimento, além de exigir maior eficiência da administração.

A emissão pública de valores mobiliários possibilita a abertura do capital das empresas, viabilizando captação da poupança popular. A emissão pública exige a participação de instituição financeira que assessora a companhia emissora na montagem da operação, no cumprimento das formalidades leis e regulamentares, na colocação dos títulos e no acompanhamento da cotação no mercado. As responsabilidades da instituição financeira na oferta pública de distribuição de valores mobiliários, especialmente em relação à divulgação de informações completas e verdadeiras, contribuem para a alocação eficiente de recursos, ao reduzir a assimetria informacional no mercado, dificultando a manipulação no preço dos títulos.

O contrato de subscrição de valores mobiliários (contrato de *underwriting*) se constitui no instrumento jurídico que formaliza as obrigações assumidas por companhia emissora e instituições financeiras, na operação de oferta pública de distribuição. Diante da existência de falhas e de imperfeições legislativas no mercado de capitais, a instituição financeira, cumprindo seu dever jurídico de atender ao interesse público no exercício da atividade de intermediação de recursos, pode orientar a companhia emissora a adotar melhores práticas de governança corporativa, contribuindo para elevar a qualidade dos agentes atuantes no mercado, tornando mais atrativo o investimento em títulos e valores mobiliários. O contrato de subscrição de valores mobiliários também pode estimular a realização de projetos de responsabilidade social, canalizando recursos para empresas que os realizem. As práticas de governança corporativa e de responsabilidade social, além de contribuírem para o desenvolvimento socioeconômico, resultam em melhor avaliação das empresas pelo mercado. Portanto, o contrato de subscrição de valores mobiliários, ao carrear a poupança para empresas que adotam tais práticas, funciona como um mecanismo jurídico de incentivo à eficiência econômica e ao bem-estar social.

REFERÊNCIAS

ABAD, Manuel Pino. **La sociedad de capital no inscrita**. Madrid: Marcial Pons, Ediciones Jurídicas y Sociales, 1999.

_____; GALÁN, Juan Ignacio Font. La relevant causa negocial de la sociedad. **Revista de Derecho Mercantil**, Madrid, n. 239, p. 7-95, enero/marzo 2001.

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. **Da empresarialidade**: as empresas no direito. Coimbra: Livraria Almedina, 1996.

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza de. Proteção dos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional: alterações no regime legal das ações preferenciais. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 22, p. 89-127, out./dez. 2003.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro**: aspectos históricos e conceituais. 2. ed. rev. e ampl. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ANTUNES, J. Pinto. **A produção sob o regime da empresa**. São Paulo: Saraiva, 1964.

ARIDA, Pêrsio. A pesquisa em direito e em economia: em torno da historicidade da norma. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito & economia**: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005. cap. 3, p. 60-73.

ARIZ, Ariel. Aspectos contractuales de la defensa del consumidor. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 726, p. 24-56, abr. 1996.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. O novo código civil, de 10 de janeiro de 2002, e o livro II “do direito de empresa”. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 803, p. 18-28, set. 2002.

_____; MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, n. 11, p. 244-250, jun./set. 2002.

_____; RIBEIRO, Ademar. A revolução do empresariado. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, n. 9, p. 216-226, jan./mar. 2002.

ASCARELLI, Tullio. O desenvolvimento histórico do direito comercial e o significado da unificação do direito privado. Tradução Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil**: Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 114, p. 237-252, abr./jun. 1999.

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução Fábio Konder Comparato. **Revista de Direito Mercantil**: Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 104, p. 109-126, out./dez. 1996.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. **Código de Auto-Regulação ANBID para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários**. São Paulo, 2006. Disponível em:

<http://www.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/mercado_capitais/novo_codigo_mc.pdf>.

Acesso em: 20 jul. 2006.

BACHA, Edmar Lisboa. Incerteza jurisdicional e crédito de longo prazo. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2005. p. 169-173.

BALDWIN, Robert E.; MEIER, Gerald M. **Desenvolvimento econômico**. São Paulo: Mestre Jou, 1968.

BARBOSA, Denis Borges. Da conferência de bens intangíveis ao capital das sociedades anônimas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 19, p. 19-55, jan./mar. 2003.

BARRETO, Zacarias. **A lei das S/A e as leis do novo mercado de capitais**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003.

BITTAR, Carlos Alberto. **Contratos comerciais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1994.

BOITEUX, Fernando Netto. A função social da empresa e o novo código civil. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 125, p. 48-57, jan./mar. 2002.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**. São Paulo, 2006a. Disponível em:

<<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2006.

_____. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1**. São Paulo, 2006b. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2006.

_____. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2**. São Paulo, 2006c. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel2.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2006.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1998.

BOULOS, Eduardo Alfred Taleb; SZTERLING, Fernando. O novo mercado e as práticas diferenciadas de governança corporativa: exame de legalidade frente aos poderes das bolsas de valores. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 125, p. 96-113, jan./mar. 2002.

BRANDÃO, Carlos. O sistema financeiro nacional. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 7, p. 23-35, jan./mar. 2000.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso especial nº 86.431/DF (96.0004350-7). Recorrente: Banco Central do Brasil. Recorrido: Paulo Carneiro Ribeiro e outro. Relator: Ministro Milton Luiz Pereira. Brasília, 7 de outubro de 1996. In: EIZIRIK, Nelson Laks. **Instituições financeiras e mercado de capitais: jurisprudência**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998a. v. 2. t. 2. p. 936-945.

_____. Tribunal Regional Federal (1. Região). Apelação em mandado de segurança nº 92.01.18250-3/DF. Relator: Juiz Osmar Tognolo. Brasília, 10 de setembro de 1996. In: EIZIRIK, Nelson Laks. **Instituições financeiras e mercado de capitais: jurisprudência**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998b. v. 2. t. 2. p. 926-929.

_____. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ 2002/4932 (RC nº 3745/2002). Interessada: Inepar S/A Indústria e Construções. Relatora: Diretora Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro, 21 de outubro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 17 mar. 2006.

BULGARELLI, Waldírio. **Sociedades comerciais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1987.

_____. **Direito empresarial moderno**. Rio de Janeiro: Forense, 1992.

_____. **Tratado de direito empresarial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

BYRNS, Ralph T.; STONE JR, Gerald W. **Microeconomia**. Tradução Fernanda Camila R. Carvalheiro. São Paulo: Makron Books, 1996.

CAMBA, Daniele. Ações de empresas com boa governança valem até 50% mais. **Valor online**, São Paulo, 10 dez. 2004. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/pdf/Valor_101204.pdf>. Acesso em: 20 mar. 2005.

CANO, Wilson. **Introdução à economia: uma abordagem crítica**. São Paulo: Ed. da UNESP, 1998.

CARVALHAL, André. A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 133, p. 81-120, jan./mar. 2004.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3.

_____; EIZIRIK, Nelson Laks. **A nova lei das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Raphael Velly de. O mercado de capitais como imperativo desenvolvimentista. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 126, p. 42-57, abr./jun. 2002.

CHIODARO, Renato. Novo mercado e governança corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 16, p. 268-272, abr./jun. 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Direito empresarial moderno**. Rio de Janeiro: Forense, 1992.

_____. **Questões atuais de direito empresarial**. São Paulo: Malheiros, 1995.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro, jun. 2002. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/part/public/publ/cartilha/cartilha.doc>>. Acesso em: 3 mar. 2005.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaio e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

_____. **Direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1990.

_____. Estado, empresa e função social. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 732, p. 38-46, out. 1996.

CORAPI, Diego. Regras obrigatórias e facultativas na lei de sociedades. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 23, p. 131-141, jan./mar. 2004.

CORDEIRO FILHO, Ari. **Manual de abertura das companhias**. Rio de Janeiro: IBMEC: APEC, 1981.

CORRADO, Diego. Il diritto delle società tra autonomia dei privati e intervento del legislatore. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 131, p. 21-43, jul./set. 2003.

COSSIO, Esteban Ramón Ymaz. Lucratividad y función social de las empresas bajo control del estado. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 55, p. 60-69, jul./set. 1984.

CRUZ, Paulo Roberto Davidoff Chagas. Notas sobre o financiamento de longo prazo na economia brasileira do pós-guerra. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 3, p. 65-80, dez. 1994.

CUERVA, Héctor María García. **El contrato de suscripción de acciones**. Buenos Aires: Depalma, 1988.

DÓRIA, Dylson. **Curso de direito comercial**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1983. v. 1.

EIZIRIK, Nelson Laks. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 48, p. 48-59, out./dez. 1982.

_____. Aspectos jurídicos do “underwriting”. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 66, p. 19-28, abr./jun. 1987.

_____. **Aspectos modernos do direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

EIZIRIK, Nelson Laks. **Reforma das s.a. e do mercado de capitais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

ELIAS, Luiz Antonio R.; GAMA, Eduardo Guimarães. O mercado de ações no Brasil. In: CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero de (Coord.). **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 135-152.

ETCHEVERRY, Raul Aníbal. Interesses societarios y extra societarios en la administración de las sociedades anónimas. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 55, p. 18-34, jul./set. 1984.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1960. v. 1.

_____. **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1962. v. 6.

FLORENZANO, Vincenzo Demétrio. **Sistema financeiro e responsabilidade social**: uma proposta de regulação fundada na teoria da justiça e na análise econômica do direito. São Paulo: Textonovo, 2004.

FONSECA, Rodrigo Garcia da. Regulação do sistema financeiro nacional. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 24, p. 92-122, abr./jun. 2004.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GOMES, Orlando. A caminho dos micro-sistemas. In: BARROS, Hamilton de Moraes e et al. **Estudos jurídicos em homenagem ao professor Caio Mário da Silva Pereira**. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

_____. **Contratos**. Atualização e notas de Humberto Teodoro Júnior. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

GOMÉZ, Pedro Francés. Derecho y las reglas del mercado. **Doxa**, Madrid, n. 22, p. 413-431, 1999. Disponível em: <http://descargas.cervantesvirtual.com/servlet/SirveObras/doxa/12826207572393734198846/cuaderno22/Doxa22_20.pdf>. Acesso em: 10 out. 2005.

GONDRA, José María. La estructura jurídica de la empresa: el fenómeno de la empresa desde la perspectiva de la teoría general del derecho. **Revista de Derecho Mercantil**, Madrid, n. 228, p. 493-592, abr./jun. 1998.

GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./dez. 2004.

GOUTAY, Philippe. O conceito de valor mobiliário. Tradução Rogério Acquarone. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 8, p. 229-240, abr./jun. 2000.

GRAU, Eros Roberto. Lucratividade e função social nas empresas sob controle do estado. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 55, p. 35-59, jul./set. 1984.

_____. **A ordem econômica na Constituição de 1988**: interpretação e crítica. 4. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 1998.

GREMAUD, Amaury Patrick; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; TONETO JR., Rudinei. **Economia brasileira contemporânea**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

HADDAD, Cláudio L. S. Experiência internacional e desafios para o mercado de capitais brasileiro. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2005. p. 181-186.

HECK, Luís Afonso. Hermenêutica da constituição econômica. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, n. 113, p. 415-446, jan./mar. 1992.

HENTZ, Luiz Antonio Soares. **Direito empresarial**. Leme: Led Editora de Direito, 1998.

HERZOG, Ana Luiza. É politicamente correto e dá mais dinheiro. **Guia Exame de Boa Cidadania 2004**, São Paulo, p. 14-17, dez. 2004.

IRTI, Natalino. Persona e mercato. **Rivista di Diritto Civile**, Padova, n. 3, p. 289-298, magg./giugno. 1995.

_____. Concetto giuridico di mercato e dovere di solidarietà. **Rivista di Diritto Civile**, Padova, n. 2, p. 185-191, mar./apr. 1997.

_____. Teoria generale del diritto e problema del mercato. **Rivista di Diritto Civile**, Padova, n. 1, p. 1-29, genn./febb. 1999.

_____. Le categorie giuridiche della globalizzazione. **Rivista di Diritto Civile**, Padova, n. 5, p. 625-635, sett./ott. 2002.

JUSTEN FILHO, Marçal. Empresa, ordem econômica e constituição. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, n. 212, p. 109-133, abr./jun. 1998.

KANDIR, Antonio. A reforma da lei das s.a. e o desenvolvimento. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 12, p. 13-19, abr./jun. 2001.

KERSTENETZKY, Jaques. **Firmas e mercados**: uma abordagem histórico-institucional ao problema da coordenação. 1995. 178f. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1995.

LAMY FILHO, Alfredo. A função social da empresa e o imperativo de sua reumanização. **Revista de Direito Administrativo**, Rio de Janeiro, n. 190, p. 54-60, out./dez. 1992.

LAMY FILHO, Alfredo. A empresa – formação e evolução – responsabilidade social. In: SANTOS, Theophilo de Azeredo (Coord.). **Novos estudos de direito comercial em homenagem a Celso Barbi Filho**. Rio de Janeiro: Forense, 2003. p. 1-18.

LAUTENSCHLEGER JÚNIOR, Nilson. Relato breve sobre Walther Rathenau e sua obra: “a teoria da empresa em si”. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 199-223, out./dez. 2002.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A disciplina do direito de empresa no novo código civil brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 7-14, out./dez. 2002.

LOBO, Jorge. A empresa: novo instituto jurídico. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 795, p. 81-93, jan. 2002.

LOBO, Paulo Vallim. **Direito empresarial: estudos**. São Paulo: Resenha Tributária, 1987.

LÓPEZ, Enrique Guadarrama. **Las sociedades anónimas**. 2. ed. México: Editorial Porrúa, 1995.

LORENZETTI, Ricardo Luis. **Fundamentos do direito privado**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1998.

MAJO, Josep-Oriol Llebot. La geometría del capital social. **Revista de Derecho Mercantil**, Madrid, n. 231, p. 37-89, enero/marzo 1999.

MALAN, Pedro. O Brasil na primeira década do século XXI: perspectivas do desenvolvimento com estabilidade. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 18, p. 13-27, out./dez. 2002.

MANKIW, N. Gregory. **Introdução à economia: princípios de micro e macroeconomia**. Tradução Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

MARCONDES, Sylvio. **Problemas de direito mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1970.

_____. **Questões de direito mercantil**. São Paulo: Saraiva, 1977.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

MARTINS, Ives Gandra da Silva. **Direito empresarial: pareceres**. Rio de Janeiro: Forense, 1985.

MARTINS-COSTA, Judith. Do direito das obrigações: do adimplemento e da extinção das obrigações. In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (Coord.). **Comentários ao novo código civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2005. v. 5. t. 1.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. **Curso de direito administrativo**. 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

MELLO, Pedro Carvalho de. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico. In: CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero de (Coord.). **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 23-36.

MENDONÇA, J. X. Carvalho de. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 5. ed. São Paulo: Editora Freitas Bastos, 1953. vol. 1.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1962(3). t. 39.

MORCILLO, Francisco Mochón; TROSTER, Roberto Luis. **Introdução à economia**. 2. ed. São Paulo: Makron Books, 1994.

MORAES, Alexandre de. **Direito Constitucional**. 7. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Atlas, 2000.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p. 257-271.

OLIVEIRA, Jorge Rubem Folena de. Desenvolvimento da teoria da empresa: fim da distinção entre sociedades civis e comerciais. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 103, p. 33-39, jun./set. 1996.

_____. A possibilidade jurídica da declaração de falência das sociedades civis com a adoção da teoria da empresa no direito positivo brasileiro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 762, p. 67-80, abr. 1999.

OLIVEIRA, Miguel Delmar de. **Introdução ao mercado de ações**. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1988.

OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. A auto-regulação e o mercado de capitais. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2005. p. 225-233.

OPPO, Giorgio. **Trattato di diritto commerciale: principi**. Torino: G. Giappichelli Editore, 2001. t. 1.

_____. Diritto dell'impresa e morale sociale. **Rivista di Diritto Civile**, Padova, n. 1, p.15-36, genn./febb. 1992.

PAOLI, Maria Célia. Empresas e responsabilidade social: os enredamentos da cidadania no Brasil. In: SANTOS, Boaventura de Souza (Org.). **Democratizar a democracia: os caminhos da democracia participativa**. 2. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2003. cap. 8, p. 373-418.

PAREDES, José Maria Muñoz. El concepto de comerciante en el derecho alemán tras la reforma de 1998. **Revista de Derecho Mercantil**, Madrid, n. 241, p. 1265-1331, jul./sept. 2001.

PARENTE, Norma. Governança corporativa. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 15, p. 81-90, jan./mar. 2002.

PAULIN, Luiz Alfredo. Das alterações introduzidas pelo novo código civil no mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 21, p. 259-274, jul./set. 2003.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Aumentos de capital das sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1988.

_____. A lei nº 9.457/97 e a tutela dos direitos dos acionistas minoritários. In: BULGARELLI, Waldírio (Coord.). **Reforma da lei das sociedades por ações**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002. cap. 1, p. 9-82.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**. 10. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1997. v. 3.

PEREIRA, Thiago Rabelo. Formação de preços e financiamento empresarial entre os anos 80 e 90 na economia brasileira. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 14, p. 89-126, jun. 2000.

PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 11, p. 80-101, jan./mar. 2001.

PINA, Carlos Costa. **Instituições e mercados financeiros**. Coimbra: Livraria Almedina, 2005.

PINHEIRO, Armando Castelar. Direito e economia num mundo globalizado: cooperação ou confronto?. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 23, p. 363-390, jan./mar. 2004.

_____. Em direção a uma agenda de reformas. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2005. p. 275-295.

_____; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005.

PINTO JÚNIOR, Mario Engler. O novo mercado da bovespa e o compromisso da sociedade de economia mista com práticas de boa governança corporativa. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 54-60, out./dez. 2002.

REICH, Norbert. Intervenção do estado na economia (reflexões sobre a pós-modernidade na teoria jurídica). Tradução Fernando Herren Aguillar. **Revista de Direito Público**, São Paulo, n. 94, p. 265-282, abr./jun. 1990.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 23. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 1998.

RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 127, p. 165-174, jul./set. 2002.

RIPERT, Georges. **Tratado elemental de derecho comercial**. Buenos Aires: Tipográfica Editora Argentina, 1954. v. 1.

RIZZIERI, Juarez Alexandre Baldini. Introdução à economia. In: PINHO, Diva Benevides; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de (Org.). **Manual de economia**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 1998. cap. 1, p. 3-29.

ROCCO, Alfredo. **Princípios de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1931.

ROPPO, Enzo. **O Contrato**. Tradução Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Livraria Almedina, 1988.

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à economia**. 17. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Sociedade anônima: interesse público e privado. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 127, p. 7-20, jul./set. 2002.

SÁNCHEZ, Juan Manuel de los Ríos. **Comunidad de bienes y empresa**. Madrid: McGraw-Hill, 1997.

SANTOS, Boaventura de Sousa. **Pela mão de Alice: o social e o político na pós-modernidade**. 6. ed. Porto: Edições Afrontamento, 1997.

SANTOS, João Regis Ricardo dos. Poupança, investimento e intermediação financeira: conceitos básicos. In: CASTRO, Helio Oliveira Portocarrero de (Coord.). **Introdução ao mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 13-21.

SHAYER, Fernando. Governança corporativa e ações preferenciais – dilema do legislador brasileiro. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 126, p. 75-86, abr./jun. 2002.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 23. ed. rev. e atual. São Paulo: Malheiros Editores, 2004.

SILVA, Sérgio André Rocha Gomes da. Teoria da empresa: um retorno ao critério subjetivo. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 783, p. 16-41, jan. 2001.

SILVA JÚNIOR, Altamiro. Empresa emite para reforçar o caixa. **Valor Econômico**, São Paulo, 30 maio 2005. Valor Finanças, p. C1.

SILVEIRA, Reynaldo Andrade da. **Práticas mercantis no direito do consumidor**. Curitiba: Juruá, 1999.

SOUZA, Inglez de. **Preleções de direito comercial**. Rio de Janeiro: Livraria Jacinto, 1935.

STANLAKE, George Frederik. **Introdução à economia**. Tradução Paula Maria Ribeiro de Seixas. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1993.

STERNBERG, Elaine. Gobierno empresarial y responsabilidad social de las empresas. **Economía Exterior**, Madrid, n. 35, p. 131-137, 2005/06.

SZTAJN, Rachel. A responsabilidade social das companhias. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 114, p. 34-50, abr./jun. 1999.

_____. **Teoria jurídica da empresa**: atividade empresária e mercados. São Paulo: Atlas, 2004.

_____. Law and Economics. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito & economia**: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005. cap. 4, p. 74-83.

_____; ZYLBERSZTAJN, Decio; MUELLER, Bernardo. Economia dos direitos de propriedade. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito & economia**: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005. cap. 5, p. 84-101.

_____; ZYLBERSZTAJN, Decio; AZEVEDO, Paulo Furquim de. Economia dos contratos. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito & economia**: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005. cap. 6, p. 102-136.

TEIXEIRA, Nilson. O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. São Paulo: Contra Capa Livraria, 2005. p. 113-158.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A função social da empresa. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 810, p. 33-50, abr. 2003.

TURCZYN, Sidnei. **O sistema financeiro nacional e a regulação bancária**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

VALENÇA FILHO, Clávio de Melo. As regras de *disclosure* como instrumento de competição e fomento no mercado primário internacionalizado. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 10, p. 231-241, out./dez. 2000.

VIEIRA, Catherine. Ofertas na CVM chegam a R\$ 34 bi em cinco meses. **Valor Econômico**, São Paulo, 30 maio 2005. Valor Finanças, p. C1.

VIVANTE, Cesare. **Instituições de direito comercial**. Tradução J. Alves Sá. São Paulo: Teixeira, 1928.

WALD, Arnoldo. Interesses societários e extra-societários na administração das sociedades anônimas: a perspectiva brasileira. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 55, p. 9-17, jul./set. 1984.

_____. O espírito empresarial, a empresa e a reforma constitucional. **Revista de Direito Mercantil: Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 98, p. 51-57, abr./jun. 1995.

WALD, Arnoldo. O governo das empresas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 15, p. 54-78, jan./mar. 2002a.

_____. O direito da regulação monetária e bancária. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, n. 17, p. 20-28, jul./set. 2002b.

WEBER, Max. **Economia e sociedade**: fundamentos da sociologia compreensiva. Tradução Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa. 4. ed. Brasília: Ed. da UnB, 2000. v. 1.

WEINGARTEN, Célia. El valor economico de la confianza para empresas y consumidores. **Revista de Direito do Consumidor**, São Paulo, n. 33, p. 33-50, jan./mar. 2000.

WILLIAMSON, Oliver. Por que direito, economia e organizações?. Tradução Decio Zylbersztajn. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito & economia**: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005. cap. 2, p. 16-59.

ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. Análise econômica do direito e das organizações. In: ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel (Org.). **Direito & economia**: análise econômica do direito e das organizações. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2005. cap. 1, p. 1-15.