

REGULAÇÃO, AUTOREGULAÇÃO E O MERCADO DE CAPITAIS: TÉCNICAS DE FORMAÇÃO DE CLUSTERS E UPGRADE DE MERCADO

REGULATION, SELF-REGULATION AND THE STOCK MARKET: TECHNIQUES OF FORMATION OF CLUSTERS AND UPGRADE OF MARKET

Carolina Leister*

Resumo

O objetivo deste trabalho é abordar a intervenção estatal na ordem econômica sob sua forma indireta, a regulação de mercados, cujo fundamento jurídico último tem sede no Título VII – Da Ordem Econômica e Financeira, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Para tanto, configura-se como objetivo dessa intervenção e regulação de mercados a construção e o desenho de mercados com estrutura de concorrência de monopólio competitivo para resolver problemas de risco e assimetria de informação provenientes da relação indeterminada e incerta que se estabelece entre direito obrigacional, in casu, os contratos, e direitos reais, aqui, regimes de propriedade no mercado mobiliário. O objeto de análise é a regulação no mercado de capitais. O argumento a ser desenvolvido para solucionar problemas de risco e assimetria de informações nesses mercados envolve o uso do direito e da economia da regulação como mecanismo de dimensionamento de tamanho ótimo de mercado, supondo que nesses mercados a competição perfeita é menos eficiente que a estrutura mercado de monopólio competitivo. O argumento pretende, igualmente, apontar que é o descolamento entre direitos obrigacionais e direitos reais um dos focos geradores centrais dos riscos e assimetria de informações nesses mercados, visando, pois, a regulação promover uma aproximação entre esses dois campos do direito no intuito de minimizar tais problemas.

Palavras-chave: Mercado de capitais. Governança corporativa. Regulação e autoregulação de mercados. Mercados Diferenciados de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Estrutura de mercado. Técnicas de formação de clusters.

Abstract

The objective of this work is to approach the state intervention in the economic order under its indirect form, the regulation of markets, whose legal principle is in Title VII - Of the Economic and Financial Order, of the Constitution of the Federative Republic of Brazil of 1988. For in such a way, one configures as objective of this intervention and regulation of markets the construction and the drawing of markets with structure of competition of competitive monopoly to solve problems of risk and asymmetrical information. Those problems proceeding from the undetermined relation that if establishes between contracts law and the regimes of property. The analysis object is the regulation in the stock market. The argument to be developed to solve problems of risk and asymmetrical information in these markets involves the use of the law and the

* EESP, FGV. Pós Doutoranda no Departamento de Economia, FEA, USP.

economy of the regulation as mechanism of design of optimal size of market, assuming that in these markets the perfect competition is less efficient than the structure market of competitive monopoly. The argument intends, equally, to point that the separation between contracts laws and property rights is the causal of the risks and asymmetrical information in these markets. The regulation to promote an approach in these two fields of the law to minimize such problems.

Keywords: Stock market. Corporative governance. Regulation and self-regulation of markets. Differentiated Markets of Level 1 and 2 Level and New Market. Structure of market. Techniques of formation of clusters.

I Mercado de Capitais – o Problema: assimetria de informação de risco

O problema e o objetivo deste artigo envolvem, no que tange ao mercado de capitais, a possibilidade de regulação deste mercado com vistas a minimizar problemas envolvendo riscos e assimetria de informações, viz., àquele que ocasionou a hodierna crise no mercado financeiro internacional. O objetivo é encontrar ou construir mecanismos institucionais que conduzam ao controle ou à minimização desses riscos/assimetria de informações. O problema e o objetivo iniciais são o de estudar e avaliar os regimes de regulação conduzidos pela agência estatal reguladora, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), bem como pelas entidades de autoregulação do mercado de capitais (bolsas de valores). A abordagem pretendida é tanto do ponto de vista jurídico quanto econômico verificando, particularmente, as relações entre esses dois domínios. No contexto dessas abordagens o foco é analisar as relações econômicas e jurídicas do regime de regulação com ênfase na análise das conseqüências econômicas dos fundamentos jurídicos do regime de regulação, notadamente aqueles arrolados na Constituição Econômica (Título VII da Constituição Federal).

O escopo é aquele dos riscos provenientes de um elemento inerente do mercado mobiliário que é a assimetria de informação entre os agentes. Neste contexto, o objetivo é, particularmente, aquele de analisar a contribuição decorrente, para essa assimetria, da falta de clareza, jurídica e econômica, da relação entre os direitos obrigacionais e os direitos reais envolvidos na determinação dos valores mobiliários, ou seja, da precificação dos bens imateriais, em particular aqui, das ações. A procura pelo esclarecimento dos aspectos jurídicos e econômicos dessa conexão entre os direitos obrigacionais e reais pretende ser o núcleo básico e duro desta investigação no contexto do mercado de capitais. Como desdobramento e investigação auxiliar recorre-se a uma

análise comparativa quanto aos incentivos provocados pelas avaliações diferentes sobre os direitos obrigacionais e reais dados pelos regimes jurídicos da Common Law e da Civil Law e seus efeitos no desenvolvimento do mercado de capitais (LEISTER, 2010).

II As condições de solução

No mercado de capitais a estratégia da agência reguladora e das entidades autoreguladoras para dirimir riscos provenientes da assimetria de informação pauta-se no princípio da full disclosure, i.e., na prestação total de informações por parte das empresas, notadamente os fatos relevantes, visando equacionar esse problema, assimetria de informações, entre a empresa, de um lado, e o mercado de capitais, de outro. Essa estratégia envolve a construção e desenho de mecanismos institucionais para estimular a diferenciação de produtos, i.e., por meio da construção de listagens de classificação de empresas, transformando, por esta via, o mercado de capitais com produtos homogêneos, os valores mobiliários, e de estrutura competitiva, em um mercado de produtos diferenciados e de estrutura piramidal, por outras palavras, de um amplo mercado composto por clusters ou nichos que subsistem no interior de uma estrutura de mercado competitiva¹.

Desta forma, para além da minimização do risco, as soluções propostas, em particular por meio da observância, pelas empresas de capital aberto, das práticas de governança corporativa desenvolvidas pelas agências autoreguladoras, as Bolsas de Valores, e por trás delas a agência reguladora estatal, a CVM, terminam por engendrar a construção de produtos financeiros diferenciados, quais sejam eles, os títulos mobiliários emitidos pelas empresas que satisfazem essas práticas de governança corporativa, títulos estes com menos riscos a eles incorporados, e, ipso facto, com preço mais elevado. (Ou seja, com o objetivo de minimizar risco as bolsas e a agência reguladora/ autoreguladoras produzem regras de governança corporativa de conduta as quais podem aderir voluntariamente empresas de capital aberto, desde que com o

¹A tendência à diferenciação e adequação de produtos visando melhor atender aos interesses e preferências do consumidor vem tornando-se clara hodiernamente também no mercado financeiro de modo que se constitui em um dos objetivos buscados pelo questionário de API (análise de perfil de investidor) que, elaborado por força do acordo de *suitability*, entrou em vigor em janeiro como tentativa de auto-regulamentação do setor bancário. Segundo comentários da Folha de São Paulo: “*Mais tarde, os bancos viram nos questionários a possibilidade de identificar necessidades, criar produtos e aumentar a eficiência das vendas*” (Toni Sciarretta, Regras são iniciativa de regulação, *Folha de São Paulo*, Caderno Dinheiro Folhainvest, 1º de fevereiro de 2010, p.B3). Neste sentido, também no mercado financeiro buscase a criação de produtos diferenciados afeitos a diferentes perfis de consumidores em termos de riscos.

compromisso de satisfazer esse regramento, e que termina por engendrar a oferta de produtos financeiros diferenciados.) Nesse particular defende-se aqui que a elaboração e adensamento das regras de governança corporativa formuladas pelas entidades autoreguladoras formam uma técnica de formação de clusters, no mercado de capital, os chamados Mercados de Nível 1, de Nível 2 e o Novo Mercado. Essa autoregulação admite a formação e existência de clusters no interior de um mercado competitivo, o mercado de capitais mais amplo. Nesses clusters estão as empresas cujos títulos mobiliários se constituem em bens com características diferenciadas (bens não-homogêneos por força do menos risco a eles acoplado).

III A solução: autoregulação

Tanto o mercado de capitais mais amplo quanto os mercados diferenciados de Nível 1, de Nível 2 e o Novo Mercado dependem de sistemas regulatórios apropriados. Esse sistema regulatório tem seus fundamentos em sede constitucional e se detalha e se desenvolve tanto nos procedimentos autoregulatórios desenhados pelas Bolsas de Valores quando das instruções normativas provenientes da supervisão hierárquica da agência reguladora CVM. Esse sistema regulatório deve ser completado, em sua harmonia com o ambiente externo, com o sistema de normas internacionais do mercado de capitais como quer o denominado Basileia II e Basileia III, bem como as regras da IOSCO (International Organization of Securities Commission).

A abordagem dos fundamentos constitucionais da regulação é tomada da teoria da Public Choice, em particular, da Economia Constitucional e da abordagem da Law & Economics. No contexto do estudo dos mercados de competição monopolista nosso ponto de partida é o modelo de Chamberlain seguido do modelo de Dixit-Stiglitz como exposto no artigo seminal de Dixit e Stiglitz (1977). O desdobramento dessa proposta para uma modelagem da estrutura de mercado de competição monopolística poderá ser seguida com os trabalhos de Stiglitz (1979, 1986, 2001). A literatura econômica tem dado guarita expressa à regulação como mecanismo estatal apto a operar sob estrutura de mercado monopolista (monopólio natural). Como nesta estrutura de mercado tem-se somente um produtor, esta característica guarda relação de prejudicialidade com o preço e a oferta, i.e., monopolizando a produção de um determinado bem, o produtor tende a definir o preço e a quantidade produzida que maximiza seus lucros (TRAIN, 1997). A desvantagem de tal estrutura reside na transferência do excedente do consumidor para o

monopolista, caracterizando uma distribuição que soa intuitivamente como injusta se referendada em um mercado competitivo no qual o excedente das trocas é dividido entre produtor e consumidor. Consagra-se, em remate, na literatura econômica, ou ainda, mais acertadamente, para a escola de Chicago, a designação da regulação para os setores da economia envolvendo estrutura de mercado monopolista, no caso do monopólio natural. A teoria da regulação da Escola de Chicago tem por objetivo a maximização do excedente do consumidor redistribuindo a parcela deste capturada pelo monopolista.

Contraditando-se a esta, na literatura jurídica, o núcleo semântico básico da nova expressão jurídica regulação assume feições mais amplas, ainda como direito *in fieri*. Cum grano salis, é sob esta última via que se foca o presente argumento, constituindo-se, pois, como uma de nossas teses que a atividade regulatória desenvolvida pelo Estado, e notadamente a interpretação da regulação dimanada em sede constitucional nacional, tem por propósito último o desenvolvimento nacional (e também regional) combinando as componentes alocativas (eficiência) e distributiva (justiça social). Assim sendo, se na literatura econômica clássica a regulação opera sob estrutura de mercado monopolista, na abordagem aqui desenvolvida, adota-se uma conceituação mais ampla, supondo que a regulação opera-se em estruturas de mercado outras, ainda mesmo o mercado competitivo, e, neste caso, com vistas a delimitar um tamanho ótimo de mercado, nem monopolista puro nem de competição acirrada, com vistas a promover o desenvolvimento da construção de um desenvolvido e robusto mercado de capitais nacional². Nesta perspectiva, a regulação deverá visar uma aproximação e vinculação consistente entre os ramos do direito obrigacional (contratual) e direito real (regimes de propriedade).

No que tange ao mercado de capitais, o equilíbrio artificial entre oferta e demanda decorre de certas características desse mercado. No âmbito do mercado de capitais, a principal característica desses bens que leva o mercado a um equilíbrio artificial entre oferta e demanda decorre do fato, já mencionado por Eizirik, Gaal, Parente e Henriques (2008) relativamente aos valores mobiliários, deles não dispõem de um valor intrínseco, e, ipso facto, por não encontrarem lastro direto com a economia real por força da assimetria de informação, por exemplo, uma demanda inflada que

² Parece-nos que o entendimento de Stiglitz (1971) e Peltzman (1976) é, em alguma medida, similar aquele aqui desenvolvido, *i.e.*, a regulação visando conformar uma certa estrutura ou dimensão a um determinado setor de mercado. Nada obstante, para ambos tal regulação opera para satisfazer exclusivamente as empresas que já atuam naquele mercado, empresas estas que requerem, pela via da regulação, a introdução de barreiras de entrada para terceiros que nele pretendam atuar. Nesta perspectiva,

eleva o valor mobiliário de uma ação que não se justifica com base no valor da empresa. Nesse particular cabe ressaltar que as ações de uma empresa podem dispor de quatro valores distintos: (i) perspectiva de rentabilidade, v.g., o conhecimento via meios de comunicação de que a Petrobras está expandindo seu campo de atuação, ou que está explorando uma nova jazida, pode levar ao correto (ou incorreto por força do risco aí envolvido) entendimento que essa expansão ou atuação se refletirá de maneira positiva na cotação de suas ações (definição econômica); (ii) liquidez das ações: constitui-se em uma espécie de índice que mede a facilidade na venda das ações, a facilidade em converter esses ativos não monetários em monetários (envolve o fator tempo); (iii) valor patrimonial líquido contábil: trata-se do valor de cada ação por meio de um cálculo feito a partir do patrimônio líquido da sociedade, i.e., faz-se um balanço dos ativos e passivos para se descobrir esse patrimônio social líquido, feito isso, divide-se o valor encontrado pelo número de ações; (iv) valor de mercado: também não aferível por lei, mas determinado pelo fator equilíbrio entre oferta e demanda (vale aquilo que alguém paga, e não aquilo que alguém deveria ou poderia pagar).

Há uma grande discussão acerca de qual seria o valor real da ação. Para a presente análise valor intrínseco será definido como o valor patrimonial líquido contábil. A carência do lastro entre as ações, i.e., seu valor de mercado, e o seu valor em termos do patrimônio líquido da sociedade aberta é função do fato de que o valor mobiliário depende de um amplo conjunto de informações que permanecem como incógnitas nesses mercados, ou, ainda, constitui-se em uma incógnita para uma de suas partes, comumente a demanda, in casu, o acionista investidor. A regulação, na perspectiva jurídica mais ampla aqui adotada, promove o acesso à informação visando ajustar o valor de mercado das ações e outros valores mobiliários ao seu lastro real, aqui o valor patrimonial líquido³. No mercado de capitais, por força da regulamentação promovida pela CVM em favor da full disclosure no que tange às empresas de capital aberto, e, além desta, das práticas de governança corporativa escudadas pelas entidades autoreguladoras do mercado de capitais (as bolsas de valores, v.g., a Bovespa) a regulamentação deve possibilitar, para além da gestão do risco desse mercado e, por meio da oferta de informação de maior qualidade e quantidade, definir um tamanho ótimo para o mercado de capitais (que, se totalmente desregulamentado, assumiria

o instrumental regulatório é a via de acesso para o comportamento de *rent-seeking*.

³ É este ajuste que designamos ser a compatibilização entre o direito contratual e o direito real, ou seja, o valor da ação em sua perspectiva contratual envolvendo a compra e venda de ações, e o valor da ação sob seu lastro real, o valor patrimonial líquido da empresa.

proporções mais avantajadas que aquelas auferidas sob o manto de regulamentação da CVM). No que tange às práticas de governança corporativa, de sua parte, estas ocasionaram a exurgência de clusters ou nichos de mercado que coexistem, pacífica e consistentemente, no interior do mercado de capitais mais amplo, v.g., o Novo Mercado e os mercados envolvendo as empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa. Nada obstante, há que se ressaltar que uma tal técnica de promoção de nichos não viola o texto constitucional que elege a defesa da livre concorrência como fundamento da ordem econômica, uma vez que, no longo prazo, quando todas as empresas voluntariamente migrarem para esses mercados diferenciados, oferecendo maior quantidade e qualidade de informação para os investidores, retoma-se a estrutura competitiva de mercado, agora, contudo, qualitativamente superior à competição anteriormente vigente. Decorre deste raciocínio nossa tese de que a construção de nichos caracteriza-se por ser uma técnica de upgrade de mercado.

Considerações Finais

Observa-se, pois, que a regulação promovida pela CVM trata do mercado de capitais do lado da oferta, determinando um tamanho ótimo para esse mercado, ao passo que as práticas de governança promovidas pelas agências autoreguladoras (bolsas de valores) empreendem um tratamento pelo lado da demanda, construindo produtos financeiros heterogêneos no sentido de serem dotados de maior transparência quanto às informações que permitem identificar seu valor intrínseco a partir da edificação de níveis diferenciados de gestão de risco por meio do controle da informação relativa à saúde da empresa (valor de patrimônio líquido contábil). Essa diferenciação de produto, defende-se aqui, pretende atender às preferências diferenciadas de acionistas/investidores diferentes, portanto, preside a um tratamento do lado da demanda. Deste modo, subsiste incentivo tanto no lado da oferta para conceder maior informação sobre a empresa, pois ao pertencer à listagem de mercados diferenciados (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), a empresa tem valorizada suas ações relativamente àquelas do mercado de capitais mais amplo, quanto garante-se com maior adequação a satisfação da demanda, em razão do fato de tratar os acionistas individualmente, i.e., como dotados de preferências heterogêneas, portanto, exigindo produtos financeiros diferenciados antes que homogêneos, e aceitando, inclusive, pagar mais por ele.

Referências

- CONSTITUIÇÃO DA REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL, 1988.
- DIXIT, A. K.; STIGLITZ, J. E. Monopolistic competition and optimum product diversity. **American Economic Review**, 67 (3), p. 297-308, 1977.
- EIZIRIK, N.; GAAL, A.; PARENTE, F.; HENRIQUES, M. F. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- LEISTER, C. Bens Imateriais, Teoria dos Clubes e Análise Econômica do Direito. In: CONFERÊNCIA ANUAL DA ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE DIREITO E ECONOMIA, III, 2010, Nova Lima. Disponível em: <http://www.abde.com.br/joomla/pt/palestras-e-papers/cat_view/10-iii-conferencia-anual-da-abde-fdmcmg/12-grupos-de-trabalho/18-teoria-juridica-e-economica-historia-metodologia>. Acesso em: 10 de jan. 2011.
- PELTZMAN, S. Toward a more general theory of regulation. **Journal of Law and Economics**, 19, p. 211-240, 1976.
- SCIARRETTA, T. Regras são iniciativa de regulação. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 1º de fev. 2010. Caderno Dinheiro Folhainvest, p. B3.
- STIGLER, J. The theory of economic regulation. **Bell Journal of Economics and Management Science**, 2, p. 3-21. 1971.
- STIGLITZ, J. E. Equilibrium in Product Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, 69 (2), p. 339-345, 1979.
- _____. Theory of competition, incentives and risk. **New Development in the Analysis of market structure**. Joseph Stiglitz and Frank Mathewson (eds). McMillan/MIT, p. 399-449, 1986.
- _____. Monopolistic competition and the Capital Market. In: BRAKMAN, S. HEIJDRÁ B. J. (Eds.). **The monopolistic competition revolution in retrospect**. Cambridge: Cambridge University Press, 2001.
- TRAIN, K. E. **Optimal Regulation: economic theory of natural monopoly**. Cambridge: MIT Press, 1997.