

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
Faculdade de Direito

DIREITO E ECONOMIA DA REGULAÇÃO FINANCEIRA: DEBATES RECENTES

Marcio Vidal de Campos Valadares

Brasília

2015

Marcio Vidal de Campos Valadares

DIREITO E ECONOMIA DA REGULAÇÃO FINANCEIRA: DEBATES RECENTES

Dissertação apresentada no Curso de Mestrado da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Marcus Faro de Castro

Brasília  
2015

Marcio Vidal de Campos Valadares

DIREITO E ECONOMIA DA REGULAÇÃO FINANCEIRA: DEBATES RECENTES

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Direito

Mestrado em Direito, Estado e Constituição

Dissertação apresentada à banca examinadora no dia 23 de abril de 2015, com menção

\_\_\_\_\_ .

Banca Examinadora:

\_\_\_\_\_  
Presidente: Prof. Dr. Marcus Faro de Castro

\_\_\_\_\_  
Membro: Prof. Dr. Jean-Paul Cabral Veiga da Rocha

\_\_\_\_\_  
Membro: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Ana Frazão

*Aos meus pais, Jorge e Angela.*

## Sumário

1. INTRODUÇÃO.....	10
2. DIFERENTES PERSPECTIVAS ACERCA DAS RELAÇÕES ENTRE DIREITO E ECONOMIA.....	16
2.1. O debate em seu contexto: alocação de recursos, desenvolvimento econômico e bem-estar.....	16
2.2. Análise Econômica do Direito.....	24
2.3. Law and Finance.....	27
2.4. Novo Direito e Desenvolvimento.....	29
2.5. Análise Jurídica da Política Econômica.....	32
3. GLOBALIZAÇÃO E O DEBATE SOBRE REGULAÇÃO FINANCEIRA.....	36
3.1. Apontamentos iniciais.....	36
3.2. A Hipótese dos Mercados de Capitais Eficientes e algumas de suas repercussões regulatórias.....	37
3.3. O movimento “Law and Finance” e a agenda da regulação financeira no Brasil.....	53
4. A CRISE FINANCEIRA E SEUS EFEITOS SOBRE A REGULAÇÃO FINANCEIRA.....	57
4.1. Apontamentos iniciais.....	57
4.2. Finanças e hierarquia de liquidez.....	58
4.3. Centro e Periferia.....	71
5. CONCLUSÃO.....	75

## ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1: REPRESENTAÇÃO DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS.....	49
-------------------------------------------------------------	----

## RESUMO

As transformações por que passaram os mercados financeiros nas últimas décadas foram acompanhadas por formulações teóricas que procuraram descrever o seu funcionamento ideal e orientar a atuação dos reguladores. Entre tais análises, foi especialmente influente a teoria que afirmou a eficiência dos mercados nos quais os preços dos valores mobiliários refletissem totalmente as informações disponíveis: a chamada Hipótese dos Mercados Eficientes (HME). O seu amplo acolhimento implicou a definição de uma pauta precisa para o direito e para a intervenção estatal no setor, a saber, a correção de eventuais falhas que distanciassem os mercados reais da forma como eram idealizados, notadamente aquelas relacionadas à divulgação de informações e sua correção.

Também passou a gozar de prestígio nos últimos anos a literatura conhecida como “Law and Finance”, que relacionou as diferenças entre mercados financeiros aos conjuntos de regras concernentes à proteção de investidores adotados por legisladores e reguladores nacionais. Nesses termos, segundo tal literatura, quando se trate de países em desenvolvimento sem mercados amplos e profundos, admite-se que o Estado possa ser responsável por um impulso inicial com vista a estabelecê-los, ao colocar em vigor uma estrutura de regras que defina direitos de formas claras e garanta o seu cumprimento célere e eficaz. A “Law and Finance” afirma, ainda, que os países de *common law*, em comparação com os que seguem a tradição da *civil law*, têm as melhores instituições para incentivar o desenvolvimento dos mercados. Por isso, conclui que os países em desenvolvimento podem beneficiar-se com a importação de instituições jurídicas consideradas mais propícias ao crescimento dos mercados financeiros.

Diversos eventos relacionados à crise de 2007-2008, contudo, infirmam premissas da “Law and Finance” e da HME. No presente trabalho, são indicadas alternativas teóricas atentas a aspectos da operação dos mercados financeiros (re)afirmados pelos traumas recentes, especialmente a inafastabilidade da incerteza sobre o cumprimento futuro de obrigações, de que decorrem a instabilidade inerente às finanças e a possibilidade de os agentes econômicos enfrentarem problemas de liquidez. Das concepções baseadas nessas premissas, extraem-se preocupações concernentes à regulação dos mercados financeiros ainda não enfrentadas adequadamente no século XXI.

## ABSTRACT

Financial markets have undergone considerable transformations over the past decades. Along this period, theoretical formulations about their ideal functioning have been proposed. Among the relevant theories, the so-called Efficient Market Hypothesis (EMH) played an influential role regarding the elaboration of regulation of financial markets in the United States, and later, also in the case of financial markets existing in several other countries. According to the EMH, markets are efficient when the price of assets reflects all relevant information available about them, and government intervention in financial markets should focus on repairing market failures, especially those related to information publicity and accuracy.

Likewise, the so-called “Law and Finance” (L&F) literature has won great prestige in recent years. The L&F literature states, and attempts to demonstrate, that differences in financial development among countries derive solely from differences in legal institutions adopted by them. L&F holds that legal systems that protect the legal rights of investors and guarantee their enforcement will support the flourishing of financial markets. It also affirms that common law countries (in comparison with countries that have a civil law tradition) have better institutions to stimulate the development of markets. The L&F argument thus ends up affirming the view that developing countries could benefit from importing those legal institutions which are considered to be best suited to foster the growth of financial markets.

However, several events related to the financial crisis of 2007-2008 have discredited the arguments of both the L&F and the EMH theoretical perspectives. Having such discussions as a background, the present work briefly explores theories which pay close attention to features of financial markets whose role in outcomes became clear during recent traumatic events of the 2007-2008 crisis. The present work thus explores the legal and regulatory importance of the fact that uncertainty cannot be completely eliminated from financial dealings and highlights the notion that economic actors can always face liquidity problems. Formulations based on these premises give rise to topics concerning the regulation of financial markets that have not yet been adequately confronted by most legal and financial scholarship concerned with financial regulation in the 21<sup>st</sup> century.

## LISTA DE ABREVIACES

ABS	Asset-Backed Securities
AED	Análise Econômica do Direito
AJPE	Análise Jurídica da Política Econômica
BCE	Banco Central Europeu
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
FED	Federal Reserve
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSA	Financial Services Authority
HIF	Hipótese da Instabilidade Financeira
HME	Hipótese dos Mercados Eficientes
IFE	ndice de Fruição Empírica
MAs	Master Agreements
NDD	Novo Direito e Desenvolvimento
PIB	Produto Interno Bruto
PVJ	Padrão de Validação Jurídica

## 1. INTRODUÇÃO

Os mercados financeiros transmutaram-se ao longo das últimas cinco décadas. No plano internacional, em 2007, o volume de negociações no mercado cambial chegou a cerca de 3,2 trilhões de dólares por dia, valor aproximadamente onze vezes maior do que o apurado em 1986. Em meados do último decênio do século passado, a quantidade de capital reunido em fundos de pensão, fundos mútuos e outras entidades que investem recursos em busca de retornos relativamente altos cresceu dez vezes se comparada a de 1980, para alcançar 20 trilhões de dólares (Gilpin, 2002).

Nos Estados Unidos, onde a nova indústria financeira mais se desenvolveu, o valor total dos ativos nela negociados – ações, títulos, derivativos, cotas em fundos de investimento e contratos e obrigações financeiras em geral – estava próximo de cinco vezes o valor do produto interno bruto (PIB) em 1980. Essa razão dobrou em 2007, assim como aquela verificada entre ativos financeiros e reais, como propriedades imóveis e bens de produção. E não é só. Os financiamentos imobiliários garantidos por hipotecas, que equivaliam a 48% do PIB em 1980, passaram a 99% em 2007<sup>1</sup>; o crédito ao consumo, a seu turno, passou de 13 para 18% do PIB (Greenwood e Sharfstein, 2012).

Os números indicam a intensidade das mudanças ocorridas no período que se estendeu do último quarto do século passado até a crise financeira iniciada em 2008, num movimento cuja relevância histórica foi comparada à da Revolução Industrial por Robert Shiller<sup>2</sup>.

A criação de novos instrumentos, o surgimento de atores, necessidades inéditas decorrentes da ampliação das trocas comerciais entre os países e transformações no sistema monetário internacional são alguns dos fatores que contribuíram para que as instituições

---

<sup>1</sup> Davis (2009) lembra que, em 2006, o número de corretores de hipotecas nos EUA era maior do que o de empregados da indústria têxtil, um dos elementos centrais do processo de industrialização iniciado na Inglaterra. Tendência semelhante foi verificada entre trabalhadores mais especializados, como apontam Greenwood e Sharfstein (2012): “*in 1980, the typical financial services employee earned about the same wages as his counterpart in other industries; by 2006, employees in financial services earned an average of 70% more. Attracted by high wages, graduates of elite universities flocked into the industry: in 2008, 28% of graduates of Harvard College went into financial services, compared to only 6% between 1969 and 1973. And graduates from the Stanford MBA program who entered financial services during the 1990s earned more than three times the wages of their classmates who entered other industries*”.

<sup>2</sup> Em fala de introdução à disciplina Financial Markets, ministrada por ele na Universidade de Yale. Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=JMwrGsfzW00>.

financeiras e entidades congêneres, suas operações e disciplina fossem alçadas ao centro de debates jurídicos, econômicos e políticos em diversos países e no plano internacional.

Tais modificações fizeram-se acompanhar por análises acadêmicas que buscaram descrever a operação daqueles ambientes e orientaram abordagens regulatórias implementadas ao redor do mundo.

Entre as teorias concebidas naquele contexto, a chamada Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) foi especialmente influente a partir da década de 1970<sup>3</sup>. Essa literatura será objeto central da análise empreendida no Capítulo 3, abaixo. Por ora, destaca-se que ela foi um ponto de inflexão para a compreensão do funcionamento dos mercados financeiros, que, durante anos, haviam sido considerados ambientes propícios a atividades especulativas, um jogo em que atores bem aparelhados poderiam tirar proveito de sua posição frequentemente em proporções percebidas por muitos como exageradas. Isso distanciava o campo de correntes do pensamento econômico pouco afetas à intervenção estatal na economia, segundo as quais, ao limitar as possibilidades de ação dos agentes econômicos, o Estado prejudicaria o funcionamento do mercado, e provocaria resultados piores do que os que pretendia corrigir.

A HME avalizou a afirmação de que mercados de capitais com ampla informação disponível para os agentes econômicos possibilitariam a melhor alocação possível de recursos, *i.e.*, seriam “eficientes” e, assim, contribuiriam para o aumento do bem-estar das pessoas. Sob essa perspectiva, a “intervenção estatal” passou a ser vista como uma distorção e apenas seria justificável caso pretendesse corrigir falhas no funcionamento dos mercados que os distanciassem da forma como eram concebidos em teoria.

Ideias como essas repercutiram sobre o direito, reservando-lhe o papel de zelar pela correção do que se passava a considerar como “desvios” no funcionamento ideal do mercado, especialmente quanto à divulgação de informações que seriam processadas pelos agentes econômicos.

Eventualmente, admitiu-se que, em países nos quais ainda não houvesse mercados estabelecidos, o caminho para o desenvolvimento econômico seria a adoção e o estrito cumprimento de determinadas regras que reduzissem o que parte da literatura econômica caracteriza como “custos de transação”<sup>4</sup> e que, em consequência, tornassem a realização de trocas em mercado mais atrativas. Noções como essas formam o cerne das abordagens do Neoinstitucionalismo econômico e também da corrente de análise jurídica chamada Law and

---

<sup>3</sup> Cf. FSA (2009), Pistor (2012, 2012b), Black (2009).

<sup>4</sup> O conceito de custos de transação é abordado no item 2.2, abaixo.

Finance (ou Teoria sobre as Origens), que influenciaram reformas jurídicas produzidas em países emergentes no último quarto do século passado (Milhaupt e Pistor, 2008).

Ocorre que o prestígio dessas teorias foi parcialmente abalado pela crise financeira de 2008. Não apenas a associação do colapso dos mercados financeiros à desregulação (FSA, 2009), como também medidas de salvamento implantadas após o abalo apontaram para a necessidade de revisão das premissas sobre o funcionamento dos mercados financeiros e a caracterização do comportamento dos agentes econômicos adotadas pela HME e por Neoinstitucionalismo econômico e Law and Finance, tipicamente aceitas pelos reguladores nas últimas décadas.

No grupo das providências voltadas à contenção dos efeitos da crise, despertam especial atenção as linhas de *swap* oferecidas pelo Banco Central norte-americano (Federal Reserve – Fed) a países que careciam de acesso a dólares para manterem-se estáveis<sup>5</sup>.

Em 2007, o Fed firmou contratos de *swap* cambial com os principais países industrializados (Banco Central Europeu - BCE, Banco do Japão, Banco da Inglaterra e Banco Nacional Suiço). Na primeira metade de 2008, ampliou a oferta para praticamente todas as economias avançadas e, em outubro do mesmo ano, assinou acordos da mesma natureza com quatro países emergentes (Brasil, Coreia, México e Singapura).

Os valores dos contratos e também a cronologia de assinatura de cada um deles variaram. Segundo dados reunidos por Obstfeld, Shambaugh e Taylor (2009) foram disponibilizados, em dólares, 240 bilhões para o Banco Central Europeu, 120 bilhões para o Banco do Japão, 80 bilhões para o Banco da Inglaterra, 60 bilhões para o Banco Nacional da Suíça e 30 bilhões para os demais países, exceto a Dinamarca, que pode valer-se de 15 bilhões, perfazendo, portanto, quase meio trilhão de dólares.

A disparidade do socorro e a circunstância de ele depender da atuação discricionária de um dos atores envolvidos nos mercados financeiros revelam a existência de distintos limites de sobrevivência para os países, bem como problemas distributivos decorrentes da instabilidade dos mercados financeiros<sup>6</sup>.

Tais circunstâncias indicam que decisões relevantes para os Estados e sua estabilidade, de que costuma depender a fruição de direitos, podem ser tomadas no campo da Política Econômica e não decorrer direta ou necessariamente de qualidades ou falhas inerentes a agentes econômicos em mercados<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Sobre o tema, veja-se Obstfeld, Shambaugh e Taylor (2009) e Setser (2008).

<sup>6</sup> Cf. Pistor (2013; 2012; 2012b) e Judge (2013).

<sup>7</sup> Sobre a relação entre estabilidade econômica e fruição de direitos, cf. Castro (2014).

O ponto torna-se ainda mais sensível diante da constatação de que as exigências impostas a atores privados por reguladores nacionais pode, a um só tempo, influenciar a estabilidade financeira internacional e o preço do crédito, determinante para o sucesso de economias competidoras entre si<sup>8</sup>. A relação entre competitividade nacional e regulação foi destacada pelo congressista norte-americano Spencer Bachus, em carta enviada ao Conselho de Supervisão dos Serviços Financeiros, presidido pelo Secretário do Tesouro dos EUA, a respeito de regra do Dodd-Frank Act<sup>9</sup> que impunha determinadas limitações a instituições financeiras<sup>10</sup>. Na ocasião, o político republicano destacou que a regra em referência removeria uma importante fonte de diversificação de renda das instituições financeiras estadunidenses, prejudicando sua capacidade de competir globalmente.

Ademais, a maior folga no manejo da política econômica de que cada país participante do programa de swaps cambiais se beneficiou ao receber aportes financeiros proporcionados por esses contratos parece ir de encontro à tese de que o sucesso dos mercados financeiros e o caminho para o desenvolvimento são constituídos simplesmente pela definição de direitos de propriedade e a proteção aos contratos. Após a crise, afinal, como medida de salvamento, diversas obrigações foram flexibilizadas a partir da criação de mecanismos especiais de crédito<sup>11</sup>.

Esses elementos sugerem que a regulação financeira pode valer-se de perspectivas que complementem e/ou ofereçam alternativas à Hipótese dos Mercados Eficientes e à Teoria sobre as Origens. É essa a hipótese inicial de pesquisa deste trabalho.

A presente dissertação oferece, inicialmente, no Capítulo 2, uma visão geral da evolução dos debates atinentes à relação entre atuação estatal e desenvolvimento econômico e social, aos quais é possível remeter as discussões sobre a regulação dos mercados financeiros,

---

<sup>8</sup> Walter Bagehot (1873, p. 6) reconheceu que o crescimento da economia inglesa deveu-se, em boa parte, à oferta de créditos a baixo custo aos produtores, o que facilitava a entrada no mercado de empreendedores que não tivessem expectativa de obter grandes margens de lucro, mas apenas uma que permitisse o pagamento dos juros correspondentes a empréstimos tomados e algum ganho. Assim, os produtos da Inglaterra podiam ser vendidos a preços relativamente baixos. Isso, segundo ele, tornou os ingleses altamente competitivos.

<sup>9</sup> O Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act é uma lei de escopo bastante amplo aprovada pelo Congresso norte-americano em 2010, por meio da qual se buscaram reformas capazes de evitar a repetição das circunstâncias que alegadamente haviam levado ao colapso do mercado financeiro do país.

<sup>10</sup> A referência é à Seção 619 do Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, conhecida como Volcker Rule, cujo objetivo era impedir bancos e instituições financeiras não bancárias de se engajarem em operações de *proprietary trading*. A missiva enviada pelo político republicano pode ser acessada em <http://im.ft-static.com/content/images/d983eaa6-e793-11df-8ade-00144feab49a.pdf>. Bachus afirmou, ainda: “*Given the City of London’s significance as a world financial center, failure by the United Kingdom to adopt the Volcker Rule would result in a significant competitive disadvantage for firms located in the United States*” e “*The Institute of International Finance (IIF), a global association of financial institutions, has researched the extent to which regulatory proposals would affect the global economy and has concluded that the Volcker Rule will both disadvantage U.S. firms and lead to a contraction of credit and job loss*”.

<sup>11</sup> O associação entre a oferta de socorro e a flexibilização de obrigações deve ser creditada a Pistor (2012).

num esforço para atenuar o seu invariável hermetismo. Em seguida, apresenta, no mesmo capítulo, quatro abordagens jurídicas voltadas à compreensão de temas situados nas interseções entre direito e economia: a “Análise Econômica do Direito” (Seção 2.2 desta dissertação), a abordagem do movimento “Law and Finance” (Seção 2.3), a do movimento “Novo Direito e Desenvolvimento” (Seção 2.4) e a da “Análise Jurídica da Política Econômica” (Seção 2.5).

No Capítulo 3, será debatida a chamada “Hipótese dos Mercados Eficientes”. A discussão apresentará as proposições constitutivas desta “hipótese” e algumas de suas repercussões. Também será retomada a discussão relativa à abordagem Law and Finance, uma das correntes jurídicas apresentadas no Capítulo 2, ressaltando-se sua influência sobre reformas jurídicas produzidas no Brasil nos últimos anos.

O Capítulo 4, por sua vez, dedica-se à apresentação de tese segundo a qual os mercados financeiros são inerentemente instáveis. A partir dela, autores têm sustentado a relevância do acesso à liquidez para a sobrevivência dos agentes econômicos. Conforme será discutido, deriva daí o argumento sobre a existência, nas finanças e nas finanças internacionais, de hierarquia financeira, conforme a distância mantida pelos agentes de fontes de liquidez, tema ainda não enfrentado adequadamente pelos reguladores. O trabalho busca, com isso, explorar novas perspectivas capazes de enriquecer o debate jurídico sobre a regulação financeira.

Por fim, a conclusão reúne as principais considerações produzidas pela pesquisa.

Uma observação final: os aspectos jurídicos concernentes às instituições financeiras e entidades congêneres têm recebido pouca atenção nos cursos jurídicos brasileiros, nos quais a simples referência a finanças ou a direito financeiro geralmente é associada às finanças públicas. Disciplinas sobre direito e regulação financeira não integram os currículos de grande parte das faculdades de direito do País, a despeito de sua ligação com temas de primeira grandeza na agenda de desenvolvimento econômico e social. A importância da matéria pode ser percebida na relevância, para a fruição de direitos, dos altos *spreads* bancários e do custo do crédito no Brasil, que enseja diversas discussões, inclusive sobre cadastros de consumidores bancários, concorrência no Sistema Financeiro, aprimoramento do mercado de capitais, direcionamento de crédito e assim por diante. Há outros exemplos: apesar da ubiquidade dos debates sobre melhoria da infraestrutura, comumente considerada um “gargalo” a prejudicar o desenvolvimento nacional<sup>12</sup>, os contratos de empréstimos

---

<sup>12</sup> Uma pesquisa no Google com as expressões de busca “infraestrutura brasileira” e “gargalo” remete a diversas reportagens dos principais veículos de comunicação do País em que o tema é reiterado. Por todos, veja-se a

sindicalizados, importantes instrumentos para o financiamento de obras de grande porte, não são sequer apresentados aos graduandos na maioria dos cursos jurídicos.

E os trabalhos acadêmicos que cuidam de temas correlatos muitas vezes ocupam-se exclusivamente de análises puramente formais de elementos de contratos – parte, objeto, forma e duração – e sua natureza jurídica <sup>13</sup>.

Esta dissertação, portanto, avança em terrenos pouco explorados por juristas acadêmicos no Brasil, assumindo os riscos de uma empreitada dessa ordem.

---

matéria, “Brasil deve conter gargalos de infraestrutura, diz chefe do FMI”, publicada em A Folha de São Paulo Disponível em <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2013/04/1263165-brasil-deve-conter-gargalos-de-infraestrutura-diz-chefe-do-fmi.shtml>.

<sup>13</sup> Essa é a constatação de Érica Gorga e Marina Gelman (2012) a respeito do tratamento jurídico do acordo de acionistas na literatura nacional, que pode ser estendida a outros temas, tal como se propõe. Em igual sentido, Otavio Yazbek (2014) reconhece que “*não é raro, no Brasil, que o estudo de temas complexos como o direito bancário ou o direito dos seguros (para remeter a apenas dois exemplos possíveis) se limite a análises estritamente jurídico-formais, dos contratos utilizados. Onde se deveria levar em conta, por exemplo, a estrutura do negócio bancário ou a lógica dos produtos securitários (que são determinantes para a compreensão das soluções formais), é comum que os intérpretes se limitem a discutir os contratos em si, fora de qualquer contexto mais amplo e ignorando a racionalidade econômica que deveria informar os esforços de interpretação*”.

## 2. DIFERENTES PERSPECTIVAS ACERCA DAS RELAÇÕES ENTRE DIREITO E ECONOMIA

### 2.1. O Debate em Seu Contexto: Alocação De Recursos, Desenvolvimento Econômico e Bem-Estar.

A análise empreendida neste tópico refere-se à evolução do debate acerca do que leva países à prosperidade e incrementa o bem-estar de seus povos. O objetivo aqui é demonstrar a sobreposição de diversas discussões travadas entre economistas, de um lado, e juristas, de outro, como as relativas aos critérios para alocação de recursos e as formas de intervenção do Estado na economia, e aquelas concernentes ao bem-estar social e à fruição de direitos.

Em 1776, Adam Smith apresentou formulação que viria a exercer notável influência nos debates acerca de quais seriam os melhores modelos para a organização econômica dos países. Segundo Smith (1952), a aquisição de bens por meio do comércio permitiria a divisão do trabalho e, em consequência, a especialização dos agentes econômicos. Como especialistas produziram mais do que generalistas, as trocas comerciais gerariam aumento na produtividade, o que ampliaria a oferta de bens e serviços. Num ambiente de alta produtividade, todos teriam acesso a bens e serviços e a uma boa qualidade de vida.

Em termos concretos, o filósofo escocês destacava que, em decorrência da prosperidade decorrente da divisão do trabalho – possível graças ao comércio –, seria razoável crer que camponeses europeus poderiam ter habitações mais confortáveis do que a de um rei africano<sup>14</sup>.

Ele identificou, ainda, o que seria uma tendência natural do livre mercado à operação eficiente. Para demonstrá-lo, diferenciou preço natural e preço de mercado de bens e serviços. O primeiro seria aquele suficiente para que o produtor pagasse o aluguel da terra, os salários dos trabalhadores e a remuneração do capital empregado, de acordo com suas taxas naturais. Já o preço de mercado dependeria da proporção entre a quantidade oferecida em mercado e a demanda daqueles que estivessem dispostos a pagar o preço natural (*idem*, pp. 23-24).

Um dos pontos centrais da obra de Smith está na observação de que, em resposta

---

<sup>14</sup> Em suas palavras (p. 6), “...and yet it may be true, perhaps, that the accommodation of a European prince does not always so much exceed that of an industrious and frugal peasant as the accommodation of the latter exceeds that of many an African king, the absolute master of the lives and liberties of ten thousand naked savages” (1952:6).

à oferta e à demanda, o valor de mercado dos bens sempre gravitaria em torno do seu preço natural. Assim, sem qualquer tipo de intervenção, as decisões individuais e independentes dos agentes econômicos seriam articuladas pelo sistema de preços, com resultados benéficos. Dados esses pressupostos, faz sentido que Smith tenha recorrido à imagem da “mão invisível” que faria com que ações individuais gerassem resultados sociais ótimos.

Anos mais tarde, essa noção seria revisitada e substituída por conceitos analíticos sobre o funcionamento unitário do sistema econômico, tais como os de produtividade e utilidade marginais, formulados pelos chamados marginalistas, e o de equilíbrio geral, pensado por um deles, Léon Walras<sup>15</sup>. A compreensão desses conceitos importa para este trabalho, dado que eles estão na origem da chamada economia neoclássica<sup>16</sup>, que viria a influenciar a regulação dos mercados financeiros na segunda metade do século XX (FSA, 2009).

Por essa razão, faz-se referência a que produtividade marginal designa o aumento na produção gerado pelo acréscimo de uma unidade de insumo<sup>17</sup>. Na literatura econômica neoclássica, assume-se a possibilidade de mobilidade ilimitada de fatores de produção – um sapateiro pode passar a fabricar sorvete, se isso for mais atrativo. Com base nessa noção, conclui-se que os recursos sempre serão aplicados nos setores nos quais o valor da produtividade marginal seja maior. Como também se admite, em geral, que a produtividade marginal dos fatores é decrescente, deduz-se que o fluxo de insumos tende a igualar o valor da produtividade marginal em todos os setores, estado denominado equilíbrio geral (walrasiano).

Por isso, diz-se que a produtividade marginal é o critério para a alocação de recursos em mercado (Streeck, 2011). Afinal, a adoção das premissas de mobilidade ilimitada

---

<sup>15</sup> Jonathan Levin (2006, pp. 1-2) destaca a continuidade nas obras de A. Smith e Léon Walras no que toca ao papel de coordenação e equilíbrio desempenhado pelo sistema de preços: como todos na economia têm acesso aos mesmo preços, todos têm as informações comuns necessárias à coordenação de diferentes decisões individuais. Segundo Levin: “*The answer economists have provided, beginning with Adam Smith and continuing through to Jevons and Walras is that the price system plays the crucial coordinating and equilibrating role: the fact that everyone in the economy faces the same prices is what generates the common information needed to coordinate disparate individual decisions*”.

<sup>16</sup> Sobre o sentido da expressão economia neoclássica, Gilpin (2000:46) afirma: “*Perhaps one could say simply that neoclassical economics can be defined as the body of methods and theories accepted and utilized by most members of the economics profession*”. Para um debate acerca de como o significado do termo neoclássico alterou-se ao longo do tempo, veja-se Colander (2000:130-132).

<sup>17</sup> Por exemplo, um empresário que se dedique ao transporte de pessoas utiliza ao menos dois insumos, capital (os ônibus) e trabalho (motoristas). Caso ele tenha apenas um ônibus, seu ganho é zero, pois não há transporte de passageiros sem condutores. Suponha-se que, quando contratar um motorista, passe a transportar vinte e cinco passageiros por dia. Essa será a produtividade marginal da unidade de insumo. Se a passagem custar dois reais, o valor da produtividade marginal do trabalho será cinquenta reais. Caso outro motorista seja contratado e com isso, por hipótese, sejam transportados mais dez passageiros, o valor da produtividade marginal da nova unidade de insumo será de vinte reais.

de fatores de produção e produtividade marginal decrescente, associada à afirmação da racionalidade dos agentes econômicos<sup>18</sup>, implica a admissão de que os insumos sempre migrarão para o setor da economia em que os retornos de sua aplicação sejam maiores do que os do investimento de fatores de produção de igual valor em outro segmento, até o ponto em que a produtividade marginal de todos os setores será igual, quando haverá equilíbrio.

Como são os preços dos produtos que condensam as informações relevantes para a tomada de decisões sobre a alocação dos insumos, o funcionamento do sistema de preços é essencial à operação do mercado.

A seu turno, o conceito de utilidade marginal designa o ganho decorrente do consumo de novas unidades de bens ou serviços, que, em regra, é decrescente. Sua utilização para a caracterização da economia foi crucial quando, por volta de 1870, o capitalismo passou a tomar nova forma, na qual o sistema econômico era dominado por grandes empresas nos diversos setores – fenômeno acentuado em princípios do século XX<sup>19</sup>.

Naquele contexto, formulações como a de Adam Smith e a imagem da mão invisível não mais se mostravam adequadas para justificar como os preços dos bens e serviços eram determinados. É que a descrição formulada em *A Riqueza das Nações* pressupunha que a economia fosse composta por diversos pequenos empreendimentos, caso em que nenhum deles poderia exercer ascendência significativa no panorama geral de trocas comerciais. Em Smith, as ações das diferentes firmas eram ditadas pelos gostos do consumidor, registrados no ambiente do mercado, e pela competição entre inúmeras pequenas firmas (Hunt e Lautzenheiser, 2011)<sup>20</sup>.

Por certo, considerações atinentes à postura dos agentes econômicos quanto à obtenção de ganhos e à realização de gastos e investimentos não poderiam prescindir da adoção de um modelo sobre o seu comportamento. E o “modelo” comportamental adotado

<sup>18</sup> Agentes econômicos racionais seriam aqueles com preferência claras e ordenadas, informação completa e que agem para alcançar seus objetivos (March, 1994). O tema será retomado no corpo do texto. Esse é o modelo de comportamento adotado em boa parte do desenvolvimento da economia. Nas últimas décadas, ele passou a ser questionado por autores ligados à economia comportamental ou behaviorista. Cf. nota 21, abaixo.

<sup>19</sup> Hunt e Litzmeyer (2011, pp. 247-8) lembram que “by the early 1870s, capitalism was beginning to take on a modified form – an economic system dominated by anywhere from several hundred to a thousand or so colossal corporations in the important spheres of industry, finance, transportation, and marketing. Although this concentration was to become significantly more severe by the early twentieth century, the new form of capitalism was emerging quite clearly by the 1870s. (...) Within this historical context, it might seem that economists would abandon Adam Smith's “invisible hand” conception of a capitalist economy, which had been based on the analysis of an economy composed of many small enterprises. In such an economy, no individual enterprise could exercise a significant influence on the overall market. The actions of any firm were dictated by consumer tastes, as registered in the marketplace, and by the competition of innumerable other small firms, each vying for consumers' dollars”.

<sup>20</sup> Ainda Hunt e Lautzenheiser (idem, p. 248) observam que essa visão da economia capitalista combinava-se com o individualismo e o hedonismo moral típicos do utilitarismo e conduzia à conclusão de que o capitalismo era um sistema econômico em que a harmonia social prevalecia.

ficou conhecido como o modelo ou teoria da escolha racional. Na síntese de March (1994), essa teoria presume que os indivíduos têm preferências claras e ordenadas – têm consciência plena do que querem e podem ordenar seus desejos -, informação completa – sabem o que podem conseguir e os caminhos para fazê-lo – e atuam para atingir os fins almejados, *i.e.*, são consequencialistas<sup>21</sup>.

Ademais, no marginalismo, a visão utilitarista da natureza humana, que consistiria na tendência da ação humana de se orientar no sentido da maximização racional da utilidade, era formulada em termos matemáticos – exceto em Menger. Isso marcou a aproximação definitiva entre economia e matemática, e a tendência à formulação matemática de teorias econômicas (Hunt e Lautzenheiser, 2011).

Apesar da sofisticação que adquiria o pensamento econômico de *mainstream*<sup>22</sup>, a noção de que o livre funcionamento dos mercados geraria prosperidade e bem-estar foi desafiada com o passar do tempo. Na Europa e especialmente na Inglaterra, entre outras circunstâncias, mulheres e crianças eram submetidas a jornadas de trabalho desumanas e movimentos de insatisfação com o sistema político-econômico, tais como o anarquismo e o socialismo, avançaram em maior ou menor escala.

Barth, Caprio e Levine (2005) lembram que, nos Estados Unidos, a Grande Depressão abalou a fé na capacidade de os mercados evitarem altos índices de desemprego. A experiência de instabilidade atraiu atenção para alternativas institucionais ao modelo de organização descentralizada do mercado, e a variação dos preços conforme oferta e demanda não parecia mais suficiente para garantir o bom desempenho da economia.

Em tendência capitaneada por Keynes e sua influente obra de 1936<sup>23</sup>, economistas passaram a enfatizar a possibilidade de os mercados produzirem resultados que não seriam ótimos e a defender a necessidade de ação governamental para gerenciar a demanda agregada (Salama, 2009), diagnósticos que passaram a gozar de prestígio entre economistas e governantes em muitos países. Assim, num período em que o mercado e a planificação, dois

---

<sup>21</sup> Notadamente a partir de meados do século XX, a teoria da escolha racional passou a ser objeto de questionamentos. Autores como Herbert Simon, Daniel Kahneman, Robert Shiller, Cass Sunstein, entre outros, buscaram oferecer alternativas mais sofisticadas para a descrição do comportamento dos agentes econômicos a partir de aportes da psicologia cognitiva, da neurociência e de outros campos do conhecimento. Contudo, Julia Black (2013, pp. 2-3) identifica limites analíticos em iniciativas como essas: “*But even the insights of cognitive psychology focus predominantly on individual psychology, and downplay the role of social structures in shaping beliefs and preferences. Furthermore, behavioural economics focuses only on the rational actor aspect of the neo-classical conception of a perfect market. It does nothing to disturb the assumptions that markets are homogeneous, consist of the summation of bilateral*”.

<sup>22</sup> Para um conjunto de características da economia de *mainstream* ou ortodoxa, associada aos neoclássicos, veja-se Hodgson (2009 e 2012).

<sup>23</sup> A referência é à Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda (Keynes, 1936).

extremos, se apresentavam como possíveis caminhos para a organização econômica dos países, um Estado que não comandasse, mas gerenciasse aspectos da economia poderia ser considerado um meio-termo desejável (Mehrling, 2011).

Cass Sunstein (1997) aponta que reformas produzidas após a Crise de 1929 fundamentavam-se na convicção de que o sistema então em vigor refletia princípios de *laissez-faire* anacrônicos, ineficientes e injustos. Segundo ele, para os reformistas, a noção de que, garantidos o direito de propriedade e a liberdade contratual, resultados ideais seriam alcançados não era neutra ou sem conteúdo político, mas compreendia uma série de escolhas regulatórias que beneficiavam determinados grupos. Sunstein lembra que, ao defender a seguridade social, Roosevelt falou em um mundo feito pelos próprios homens e em leis econômicas por eles construídas<sup>24</sup>. Assim, até certo ponto, a ordenação e os valores do mercado seriam submetidos à política com base no reconhecimento de que, em verdade, eles sempre haviam sido um produto político.

Nos países periféricos, entre 1950 e 1980, teorias do desenvolvimento ofereceram novos diagnósticos e repertórios analíticos relacionados às especificidades das suas economias (Hirschman, 1986). Na América Latina, a escola de pensamento da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) formulou estratégias alternativas voltadas a permitir que, por meio da industrialização, fossem superados o atraso e o parco crescimento que enredavam os países latinos. Tais estratégias modularam planos econômicos e políticas industriais (Schapiro e Trubek, 2012)<sup>25</sup>.

Nesse sentido, o Plano Diretor da Reforma do Aparelho do Estado (Brasil, 1994) relembrou que, em meados do século XX, em lugar da orientação liberal, o Estado passou a desempenhar papel considerado estratégico na coordenação da economia, e a preocupar-se, entre outros fatores, com a promoção de poupança forçada, a correção de distorções do mercado e a distribuição de renda. Tratava-se de modelos que viam no Estado um ator decisivo na promoção do desenvolvimento econômico e social.

Propostas desse tipo foram colocadas em xeque nos anos 1970 e 1980<sup>26</sup>, quando não apenas as ferramentas de intervenção pareciam impotentes diante da crescente inflação e do baixo crescimento econômico verificado em diversos países, como muitos desses problemas eram associados à ação estatal. Ao fim da Era de Ouro do capitalismo, surgiram ou difundiram-se diversas teorias refratárias à atuação estatal em temas econômicos, como as da

---

<sup>24</sup> As afirmações originais foram “*man-made world of ours*” e “*We must lay hold of the fact that the laws of economics are not made by nature. They are made by human beings.*” *apud* Sunstein (1997: p. 20).

<sup>25</sup> Sobre outros modelos de desenvolvimento, cf. Shapiro e Trubek (2012, pp. 28-34).

<sup>26</sup> No Brasil, as reformas pro-mercado foram implementadas na década de 1990.

*Public Choice*, da Captura e o Monetarismo<sup>27</sup>. Os governantes haviam deixado de ser vistos como tutores do interesse público e passaram a ser enxergados como agentes auto-interessados, que perseguiram seu próprio sucesso<sup>28</sup>.

Ganhou força, então, movimento que fora iniciado – ou retomado – no começo da década de 1950, quando Kenneth Arrow e Gerard Debreu, revisitando os marginalistas, haviam demonstrado que uma economia competitiva, com suas inúmeras firmas, consumidores e setores, poderia encontrar o equilíbrio. Tais análises de recorte neoclássico ganharam espaço após o fim da Segunda Guerra e paulatinamente afirmaram-se como a concepção dominante no pensamento econômico.

Com o encaminhamento da dicotomia entre Estado e mercados, ao menos sob o ponto de vista da teoria econômica, no sentido de que estes deveriam concentrar as decisões sobre alocações de recursos (Pistor, 2012), e dado o fato de que nos mercados de capital e bancário ocorre a maior parte das decisões alocativas, parece natural que a descrença na atuação estatal tenha sido acompanhada pelo crescimento dos mercados financeiros, como destacam Allen e Gale<sup>29</sup>.

Em paralelo, mais um elemento passou a influenciar os debates em referência. A partir de meados do século XX, a expansão da democracia pressionou os Estados para que atendessem diretamente às demandas sociais. Para obtenção dos recursos necessários para fazê-lo, os governantes viam-se compelidos a aumentar a tributação<sup>30</sup>, o que contribuía para a limitação da alocação de recursos em mercado (Streeck, 2011).

A respeito do tema, Samuel Pessôa (2014) considera que a política econômica no Brasil é, em boa parte, pautada pela agenda que chamou de contrato social da redemocratização. Trata-se, segundo ele, de decisões tomadas pelo povo e materializadas na Constituição acerca da implantação de um Estado de Bem-Estar Social, que pautam decisões tributárias e a execução de programas sociais. Em consequência, o Estado acaba por definir a

---

<sup>27</sup> Com efeito, James Buchanan, George Stigler e Milton Friedman, referências, respectivamente, da Teoria da Public Choice, da Teoria da Captura e do Monetarismo, foram premiados com o Nobel de Economia.

<sup>28</sup> Buchanan (2000b:4) apontou que, embora as pessoas possam encarar o Estado como um ente benevolente, cuja existência se dá em função do povo: “[g]overnment is, presumably, ‘for the people’”, o modelo do *homo oeconomicus*, quando aplicado aos que atuam em entes públicos, sugere que esses seriam indivíduos maximizadores de utilidade, ou seja, agentes que perseguiriam o seu próprio interesse (2000a:21).

<sup>29</sup> Os autores apontam que enquanto alguns países, como os Estados Unidos e o Reino Unido, concentram em seus mercados de capital a maioria dos investimentos, outros, como a Alemanha e a França, têm sua atividade produtiva mais dependente da atividade bancária.

<sup>30</sup> Ao mesmo tempo, os proprietários dos meios de produção alimentavam a expectativa de redução da intervenção estatal. Como eles compunham grupos influentes, os governantes viam-se em meio a uma encruzilhada. Para Streeck (*idem*), a conciliação dos interesses divergentes relativos ao atendimento a demandas sociais e à pouca intervenção estatal na economia apenas foi possível enquanto havia altos índices de crescimento econômico. Com o fim da Era de Ouro do Capitalismo e a estagnação das principais economias, o capitalismo democrático estaria condenado a enfrentar uma sequência de crises.

destinação de boa parcela dos recursos sociais, ainda que o governo eleito pelas vias democráticas tenha orientação econômica liberalizante.

No debate acadêmico, a dicotomia entre mercado e Estado, ou seja, a contraposição entre as propostas de alocação descentralizada de recursos pelo mercado e o atendimento de demandas sociais pelo Estado -- o que requer alguma centralização da tarefa de definir a aplicação dos recursos -- e, especificamente, a forma como tais proposições influenciam, respectivamente, economia e direito é revelada pelo emprego distinto de uma mesma alegoria por economistas<sup>31</sup> e juristas<sup>32</sup>, conforme a seguir explicitado.

A referência comum é feita ao episódio da Odisseia, de Homero, em que Ulisses determina a seus marinheiros que o amarrem ao mastro do seu navio e não o soltem, ainda que o implorasse, para que a tripulação pudesse sobreviver à passagem pela Ilha das Sereias.

O Direito associa o comando de Ulisses ao pré-compromisso constitucional de proteção dos direitos fundamentais e outras cláusulas pétreas previstas em constituições contemporâneas (Silva, 2001). O canto das sereias, a seu turno, representaria os anseios das maiorias políticas ocasionais, favoráveis à supressão de tal proteção a direitos.

A seu turno, a previsão constitucional de direitos fundamentais, inarredável, delimita, ao menos parcialmente, a agenda do Estado, uma vez que, das normas pertinentes, extraem-se deveres atribuídos aos governantes. É o caso, por exemplo, dos direitos de propriedade e liberdade<sup>33</sup>, dos quais decorrem gastos relativos à segurança pública, que costumam importar alguma centralização da alocação de recursos em entidades e órgãos estatais.

Por outro lado, a economia de *mainstream* defende que a política monetária deve ocupar-se do controle da inflação e não ceder a demandas sociais, tais como aquelas concernentes à concretização de direitos fundamentais. Isso porque se considera que o atendimento de demandas dos cidadãos pelo Estado pode gerar aumento da quantidade de dinheiro em circulação em descompasso com o da produção e, em consequência, inflação. E as variações dos valores nominais dos produtos daí decorrentes seriam um empecilho ao funcionamento do sistema de preços e, portanto, do “mercado”. A fim de evitar o mal, recomenda-se que o Estado, tal qual fizeram os tripulantes de Ulisses, feche os ouvidos a

---

<sup>31</sup> Como *Blinder* (1999).

<sup>32</sup> Entre eles, Silva (2001).

<sup>33</sup> O exemplo a partir de direitos de liberdade, ou negativos, ou de primeira dimensão tem a intenção de demonstrar que o argumento elaborado no corpo do texto importa ainda que se considere que os direitos sociais, econômicos e culturais, ou direitos prestacionais, ou direitos de segunda dimensão não são direitos fundamentais, porque não teriam sido incluídos pela Constituição de 1988 em tal rol ou por razão diversa. A constatação de que tanto os direitos de liberdade quanto os prestacionais demandam arrecadação e gastos estatais é encontrada em Holmes e Sunstein (1999).

pleitos que requeiram aumento de gastos públicos à custa de políticas expansionistas, para manter o valor da sua moeda<sup>34</sup>. Afinal, na visão de muitos economistas, isso é indispensável para que o preço dos produtos reflita acuradamente informações necessárias para que os agentes econômicos tomem decisões que reflitam suas preferências e para garantir as condições para o funcionamento do mercado, que, na ausência de coerções, levaria a um equilíbrio ótimo.

A par da concorrência entre campos de conhecimento na determinação da agenda dos governos, que acaba de ser apontada, Julia Black (2013) observa que, quando se trata de influenciar a elaboração de políticas, a economia possui uma vantagem sobre as demais ciências sociais<sup>35</sup>. É que a disciplina da Economia disponibiliza um conjunto de instrumentos analíticos e prescrições aparentemente simples e aplicáveis universalmente. Ao descrever todos os mercados como homogêneos e os agentes econômicos como possuidores de um único modelo de comportamento, dado um conjunto de premissas, ela pode fazer previsões a respeito de qualquer mercado e de qualquer indivíduo.

Contudo, notadamente após a crise financeira de 2008 – que é parcialmente relacionada à desregulação dos mercados financeiros de inspiração neoclássica (FSA, 2009) –, diversas premissas adotadas pela economia ortodoxa acerca do funcionamento dos mercados, especialmente dos mercados financeiros, e do comportamento dos agentes econômicos têm sido questionadas<sup>36</sup>.

Em meio à evolução de ideias tratada neste tópico, as relações entre direito e economia têm sido objeto de análise sob distintas perspectivas, que buscam contornar certa insuficiência das categorias jurídicas tradicionais para lidar com problemas contemporâneos

---

<sup>34</sup> Os bancos centrais, responsáveis pela condução da política monetária, não deveriam, então, ser influenciados por demandas sociais. Como se admite que pressões desse tipo definem, ao menos parcialmente, a agenda dos ocupantes de cargos eletivos, o ideal seria garantir às autoridades monetárias mecanismos que lhe reservassem autonomia perante os governantes escolhidos por sufrágio. Daí falar-se em independência do Banco Central. Morgan Ricks (2011-2012, p. 737) afirmou que: “*there is reason to think that ‘governments are subject to an inflation bias that stems from attempts to maintain overly ambitious levels of employment and/or to finance budget deficits by means of money creation.’ This bias furnishes a rationale for a commitment device. Specifically, monetary policy might be delegated to an independent agency that is relatively insulated from political pressures*”. Sobre o tema, veja-se, ainda, Blinder (1999).

<sup>35</sup> E a conclusão parece aplicar-se ao direito. Apenas recentemente o pensamento jurídico tem-se ocupado de temas que podem soar singelos para economistas, como a escassez de recursos. Daí falar-se, no meio jurídico, em escolhas trágicas, mínimo existencial e delimitação da intervenção judicial em políticas públicas. Essas categorias têm em comum o fato de não abordarem frontalmente aspectos relativos à igualdade de oportunidades, algo que a Análise Jurídica da Política Econômica se propõe a fazer. Cf. Castro (2009).

<sup>36</sup> A revisão do modelo dos agentes racionais, referida na nota 21, acima, é um dos temas que têm ocupado a agenda dos reguladores, especialmente no que toca à proteção dos consumidores de serviços financeiros (Black 2013, p. 11). Diversos autores têm proposto a revisão da noção de que os mercados existem independentemente do Estado, o que escapa às considerações da economia behaviourista. Sobre o tema, veja-se, por todos, Harvey (2013). Outro exemplo de crítica ao panorama que tradicionalmente informou os reguladores relaciona-se à desconsideração da incerteza pelos modelos de uso corrente nas finanças (Pistor, 2012).

relacionados à elaboração e execução de políticas públicas e com a escassez de recursos necessários à efetivação de direitos<sup>37</sup>.

## 2.2. Análise Econômica do Direito

A análise econômica do direito tem em Ronald Coase uma de suas principais referências. Graduado em economia no Reino Unido, na década de 1930, ele foi contemporâneo do início da experiência socialista e, dessa maneira, conheceu duas concepções antagônicas sobre a organização da economia: o liberalismo, de um lado, e a planificação soviética, de outro. Apesar do que afirmava a literatura associada àquele primeiro modelo, ele observou que, nas economias liberais, os fatores de produção nem sempre eram alocados via mercado. A firma também era um ambiente em que a alocação poderia ocorrer, por ordem de alguém que centralizava poderes para tomar tais decisões, algo a que os economistas liberais não se haviam atentado<sup>38</sup>.

A alocação dos fatores de produção ocorreria na firma, e não em mercado, em decorrência da presença de “custos de transação”, que inibiam as trocas comerciais e as benesses por elas geradas – a especialização dos agentes econômicos, o aumento de produtividade e do bem-estar (Coase, 1992). É que como as transações transferem direitos de propriedade sobre bens, a sua consecução envolve gastos para que se defina o valor desses direitos, para que, eventualmente, se exija o cumprimento forçado das trocas acordadas, para a proteção contra possível inadimplemento da contraparte, entre outras hipóteses<sup>39</sup>. Segundo o economista britânico (1937, p. 388), na firma, a coordenação dos fatores de produção dá-se de maneira vertical ou hierárquica, capitaneada pelo empreendedor, ao passo que nos mercados, a coordenação é horizontal ou lateral, e é pautada pelo sistema de preços.

---

<sup>37</sup> Marcus Faro de Castro (2009, p. 20) fala em insuficiência das “*opções disponíveis para os operadores do direito, diante de situações que se apresentam prima facie como injustas*”. José Eduardo Faria (2011), a seu turno, considera que um dos desafios colocados ao pensamento jurídico direito contemporâneo é o de “*encontrar alternativas para a exaustão paradigmática de seus principais modelos teóricos e analíticos*”.

<sup>38</sup> No discurso com que recebeu o Prêmio Nobel de Economia, Coase afirmou que, nos dois séculos que se seguiram à publicação de *A Riqueza das Nações*, a principal atividade dos economistas havia sido a de preencher lacunas no sistema de Adam Smith, corrigir seus erros e tornar sua análise mais precisa. E tudo o que ocorreria entre a compra de fatores de produção e a venda de bens seria ignorado por eles. (Coase, 1991)

<sup>39</sup> Segundo Coase, o mais óbvio dos custos de organização da produção via mecanismo de preços seria aquele relacionado à descoberta de quais são os preços pertinentes. Quanto mais difícil fosse a obtenção de informações ou a estimativa de preços, maiores seriam os custos associados a uma transação, e mais improvável a sua ocorrência (1992:716). Além do aspecto dos preços em si, o processo de negociar e concluir separadamente contratos para cada transação comercial realizada nos mercados também seria custoso. Pense-se na necessidade de contratação de advogados, contadores etc.

Coase não desafiava alguns pressupostos básicos do pensamento econômico dominante a sua época, tais como: que a realização de trocas comerciais permite maior especialização dos agentes econômicos; que a sua maior especialização leva ao aumento da sua produtividade; e que o aumento da produtividade incrementa o bem estar na sociedade (1998:73). No entanto, ele divergiu da economia do *mainstream* ao afirmar que, em situações concretas, o sistema de preços não seria o único fator relevante para a alocação de recursos no sistema econômico de trocas: a própria utilização do mecanismo de preços envolveria custos, os “custos de transação”, que influenciariam o funcionamento do mercado. A alocação automática e ótima dos fatores de produção de acordo com o mecanismo de preço foi vista por ele como uma ficção, que não encontraria correspondência no mundo real (Coase, 1998, p. 72).

A noção de que custos de transação poderiam inibir as trocas em mercado foi apresentada no seminal artigo “The Nature of the Firm”, de 1937, e voltou à tona em outro trabalho de sua autoria publicado anos mais tarde e intitulado “The Problem of Social Cost” (1960).

Nesse artigo mais recente, o Professor da Universidade de Chicago demonstra que direito e economia, embora sejam campos distintos do conhecimento, por vezes analisam objetos comuns. Para demonstrá-lo, ele pensou num exemplo em que um criador de gado (A) e um agricultor (B) têm fazendas vizinhas, sem que uma cerca delimite as suas terras. Em determinado momento, cresce o número de cabeças de gado e os animais passam a invadir a plantação e a pisoteá-la, destruindo-a parcialmente.

Para Coase, o pensamento jurídico encararia o tema à luz de categorias relacionadas ao direito de propriedade e à responsabilidade civil e recomendaria a indenização e a cessação da invasão do terreno usado para o plantio. Contudo, isso nem sempre levaria à decisão mais eficiente. Por exemplo, suponha-se que, antes ao aumento da criação de gados, o pecuarista produzisse 10 (dez), o agricultor 5 (cinco) e ambos convivessem em harmonia. Com o aumento do número de animais, a produção de gado passaria a ser de 20 (vinte). A plantação, por outro lado, produziria 3 (três), dado que os bois destruiriam parte dela ao invadirem a propriedade vizinha. A solução jurídica impediria a invasão e, com isso, faria com que a produção total fosse a do primeiro cenário, de 15 (quinze).

A análise do caso à luz do instrumental econômico, por outro lado, resultaria em abordagens e conclusões diferentes. Se os dois produtores dispusessem de informações completas – no caso, a informação relevante toca à remuneração de cada um deles – e não houvesse custos para transacionar, eles chegariam a um acordo em que a invasão da segunda

propriedade seria mantida e A pagaria a B um valor suficiente para assegurar que ambos ganhassem mais do que no primeiro cenário, i.e., para que A faturasse pelo menos 11 (onze), e B, 6 (seis). Assim, A pagaria para B um valor entre 3 (três) e 9 (nove), e a produção total seria de 23 (vinte e três)<sup>40</sup>. Daí o chamado Teorema de Coase, segundo o qual num ambiente sem custos de transação, os recursos serão empregados da maneira mais eficiente possível independentemente da alocação inicial dos direitos de propriedade.

O fato observado pelo nobelista diz respeito a que, no mundo real, há custos para a realização de transações e obtenção de informações, o que pode inibir a ocorrência de negociações e trocas e ter por decorrência resultados “ineficientes”.

Diante de situações concretas, então, os juízes deveriam emular as decisões que as partes tomariam caso não fossem inibidas pela presença de custos de transação<sup>41</sup>.

A noção de custos de transação apresentada por Coase também serviu à inspiração de uma corrente de pensamento econômico batizada de Neoinstitucionalismo econômico<sup>42</sup>. Douglass North (1991, p. 61), um de seus mais célebres expoentes, defendeu que determinadas instituições – entendidas como regras do jogo para a atividade econômica – reduziram custos de transação e ampliaram o funcionamento do mercado e as vantagens daí decorrentes.

Assim, North relacionou instituições jurídicas e desenvolvimento econômico<sup>43</sup>: por inibirem as trocas e a especialização dos agentes econômicos, os custos de transação elevados carregam prejuízos para as economias dos países. Como eles são influenciados pelas instituições, o crescimento da especialização depende de regras confiáveis que autorizem os

---

<sup>40</sup> O chamado Teorema de Coase afirma que, num ambiente com custos de transação iguais a zero, as partes negociarão e chegarão a resultado eficiente, independentemente da alocação inicial dos direitos de propriedade.

<sup>41</sup> Daí a atuação dos juízes ser classificada por Shleifer como uma forma de intervenção do Estado na economia por Shleifer (2005). Segundo o economista de Harvard, as formas de interação do Estado com a economia dividem-se em quatro grupos: nenhuma intervenção, intervenção pelo Judiciário, regulação e atuação direta. Essa distinção, especialmente quando comparada à classificação descritiva difundida no direito brasileiro, caracteriza-se por seu caráter analítico.

<sup>42</sup> As proximidades entre AED e Neoinstitucionalismo são reconhecidas na academia brasileira. Por exemplo, Decio Zylbersztajn e Rachel Sztajn organizaram obra coletiva intitulada *Direito & Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações*, em que se reúnem artigos de ambas as vertentes.

<sup>43</sup> A história do pensamento que relaciona direito e o desempenho do mercado é contada por Milhaupt e Pistor (2008, pp. 18-19) como uma sucessão de três etapas. No século XIX, Max Weber comparou países industrializados do oeste europeu a outros que não haviam experimentado a Revolução Industrial e concluiu que a diferença entre ambos os grupos estava no fato de os primeiros terem uma ética de trabalho protestante e um sistema jurídico racional. Um século depois, Douglass North avançou na trilha aberta pelo sociólogo alemão e, no lugar de um sistema jurídico racional, relacionou instituições jurídicas e desenvolvimento. Por fim, capitaneada por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, a literatura intitulada *Law and Finance* conduziu o legado do institucionalismo a mais um passo, ao qual será feita referência no tópico seguinte do corpo do texto.

indivíduos a engajarem-se em contratações complexas com um grau mínimo de certeza sobre o cumprimento dos termos dos contratos.

Nas palavras do autor, “as instituições definem a estrutura de incentivos de uma economia. À medida que essa estrutura evolui, ela molda a direção das mudanças econômicas em direção ao crescimento, à estagnação ou ao declínio”<sup>44</sup> (North, 1991, p. 97).

A boa qualidade das instituições – o que em North pode ser lido como regras precisas e confiáveis acerca da definição de direitos de propriedade e do cumprimento de contratos – seria, então, o que distinguiria os países ricos dos pobres. É dizer, os primeiros haveriam conseguido formar instituições com credibilidade para proteger direitos de propriedade e cumprir contratos. Já os outros não teriam instituições para incentivar as trocas em mercado. Nesse sentido, o autor afirma que a falta de habilidade das sociedades para desenvolverem sistemas efetivos e de baixo custo para o cumprimento de contratos seria a principal fonte de estagnação e subdesenvolvimento no Terceiro Mundo (1991, p. 54).

Em síntese, a análise de North sobre o papel das instituições no desenvolvimento considera que os custos de transação são determinados pelas instituições e devem ser reduzidos de maneira a tornar o funcionamento do mercado mais eficiente. Ela não se refere a aspectos específicos de determinado setor, mas sim a um ambiente econômico formado por instituições que incentivem as trocas e, conseqüentemente, o desenvolvimento.

### **2.3. Law and Finance**

Fabiani (2011) recorda que, na década de 1990, diversos estudos correlacionaram crescimento econômico e desenvolvimento financeiro a partir de evidências empíricas, o que suscitou questionamentos relativos às razões explicativas da diferença nos graus de amplitude e profundidade dos mercados financeiros nos países. Os trabalhos na linha *Law and Finance* dedicaram-se precisamente ao enfrentamento desse tema.

Autores filiados à corrente alinharam-se ao pensamento de North ao assumirem que a proteção de interesses dos investidores por meio da clara definição de direitos de propriedade e do estabelecimento de um sistema judicial eficiente que garantisse o cumprimento célere e eficaz dos contratos privados eram características do direito que incentivavam poupadores a investir recursos em projetos que demandavam financiamento de terceiros (Fabiani, *idem*).

---

<sup>44</sup> Tradução livre de: “[i]nstitutions provide the incentive structure of an economy; as that structure evolves, it shapes the direction of economic change towards growth, stagnation, or decline”

Para além da reprodução das qualidades das instituições jurídicas avaliadas positivamente pelo Neoinstitucionalismo econômico, a abordagem do movimento Law and Finance avançou, notadamente, por meio de análises empíricas. Uma das mais conhecidas foi a produzida por La Porta *et al* (1998), que reuniu uma base de dados em que se classificavam indicadores sobre instituições jurídicas de quarenta e nove países, desenvolvendo-se um método para mensurar o grau de proteção jurídica proporcionada aos investidores nesses diferentes ambientes. Os autores separaram os países de acordo com a origem de seu sistema jurídico entre as categorias de *common law* ou *civil law*, sendo esta última subdividida em origens francesa, alemã e escandinava.

Pesquisas realizadas sob essa orientação concluíram que os sistemas de *common law* oferecem melhor proteção aos interesses econômicos de investidores e, em consequência, produzem melhores resultados econômicos do que aqueles de *civil law*, especialmente do que os enquadrados na origem francesa. Daí a teoria ser conhecida também como Teoria sobre as Origens (Legal Origins Theory).

A literatura da abordagem *Law and Finance* e a noção de “dotação institucional”<sup>45</sup> foram influentes na academia e em círculos políticos. Com o apoio de acadêmicos ligados a essa vertente de pesquisa, o Banco Mundial estabeleceu uma base de dados que atribuía um indicador numérico para cada país de acordo com as suas instituições relativas à proteção de acionistas e credores, o funcionamento dos tribunais, entre outras (*doing business.org*). E a perspectiva da dotação institucional dirigiu as políticas de reformas jurídicas daquela instituição e de outras organizações internacionais (Milhaupt e Pistor, 2008, p. 20).

Algumas teses defendidas pelos autores ligados ao movimento Law and Finance foram identificadas por Milhaupt e Pistor (2008). São elas: (i) há uma relação de causalidade que parte do direito em direção à economia; (ii) em relação aos mercados, os sistemas jurídicos são fixos e exógenos. O direito é tido como determinado fora do mercado, como uma pré-condição para a sua operação – e serve, então, como uma fundação estável e imutável para a vida econômica; (iii) a função do direito em relação ao mercado é tida como sendo de proteção, apenas, sem referências a outras funções para dar suporte à atividade econômica; (iv) o direito é visto como a única maneira de governança em sociedades capitalistas (*market-oriented societies*).

---

<sup>45</sup> Na perspectiva da dotação institucional, a presença de um conjunto de regras claras sobre direitos de propriedade e de mecanismos eficientes para o cumprimento de contratos são condições fundamentais para o desenvolvimento econômico. Cf. Fabiani (2011).

Milhaup e Pistor apontam, ainda, que, quando entendido como a soma das normas que o compõem, um sistema jurídico pode ser tratado como um instrumento técnico e, portanto, neutro. Em consequência, reformas jurídicas seriam empreendimentos tecnocráticos, e não políticos ou sociais.

#### **2.4. Novo Direito e Desenvolvimento**

A afirmação de que determinado conjunto de instituições poderia levar países ao desenvolvimento econômico e, em consequência, ao bem-estar, não é aceita por diversos economistas e juristas, críticos da tese da convergência institucional.

Baseado em análise de dados e das legislações de diversos países desenvolvidos, Ha-Joon Chang (2007) sustenta a tese de que, até que suas indústrias tomassem impulso, aqueles Estados não adotaram o pacote de regras recomendado pelo Neoinstitucionalismo econômico como facilitador de transações. Ao contrário, Chang identificou um padrão no caminho até o desenvolvimento: enquanto infantes, as economias dos países do norte receberam proteções estratégicas; em seguida, quando alcançaram o desenvolvimento, eles passaram a condenar posições semelhantes. Tais afirmações implicam a rejeição da neutralidade das instituições jurídicas relacionadas ao funcionamento da economia.

Ha-Joon Chang articula críticas ao que chama de Instituições do Padrão Global (Global Standard Institutions). Suas advertências dirigem-se também às propostas de reformas domésticas nas instituições dos Estados – sobretudo os periféricos – voltadas a promover a convergência institucional tipicamente patrocinadas por organizações multilaterais como o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional e Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

Milhaupt e Pistor (2008), a seu turno, adotaram bases de dados mais amplas do que as usadas por La Porta *et al* e chegaram a conclusões distintas sobre as relações entre sistemas jurídicos e desenvolvimento de mercados financeiros. Em sua análise, instituições idênticas podem produzir resultados distintos conforme os ambientes em que sejam inseridas, porquanto a capacidade de as regras influenciarem comportamentos, segundo estes autores, depende de diversas variáveis.

O Novo Direito e Desenvolvimento (NDD) comunga das críticas formuladas contra a validade da tese defensora da convergência de instituições nas economias de mercado. Segundo o NDD, o fato de a adoção de reformas tendentes a criar ambientes institucionais homogêneos não ter sido suficiente para reduzir substancialmente a pobreza e a

desigualdade de renda, evitar crises ou gerar grande crescimento econômico encorajou o estudo de novas estratégias acerca da relação entre direito e desenvolvimento (Schapiro e Trubek, 2012, p. 42)<sup>46</sup>.

Autores ligados ao movimento são legatários do antigo direito e desenvolvimento<sup>47</sup>. Para os juristas filiados àquele movimento, as economias periféricas padeciam de um mal comum: a baixa produtividade industrial, fruto de sua especialização agrária, implicava um menor poder de poupança e de investimento, repercutindo na manutenção de taxas depreciadas de produtividade (Shapiro e Trubek, 2012, p. 29). Nesse cenário, o Estado deveria desempenhar um papel central de modo a permitir a acumulação de riqueza e a industrialização, pontos considerados centrais para a superação da defasagem econômica (Shapiro e Trubek, 2012, p. 31).

Pregava-se, então, o protagonismo do Estado na implementação de estratégias de *catch up*. E o direito era entendido como um importante veículo por meio do qual o Estado perseguia tais objetivos.

Por meio de políticas econômicas ativas, o Estado dirigiu, fomentou e planejou a industrialização dos países do “resto”, tanto na Ásia quanto na América Latina. Para tanto, contou com dispositivos regulatórios, indutores e proprietários, por meio dos quais perseguiu as suas finalidades desenvolvimentistas. Regulamentos de proteção e reserva de mercado, subsídios financeiros e benefícios tributários ou a instituição de propriedade estatal em setores considerados estratégicos foram alguns dos dispositivos oferecidos pelo direito público que, guardadas as especificidades locais, povoaram a periferia econômica entre os anos subsequentes ao segundo pós-guerra. (Schapiro e Trubek, 2012:32)

Nos anos 2000, o Novo Direito e Desenvolvimento (NDD) tomou impulso em parte com base no diagnóstico acerca do relativo insucesso da agenda de transplantes institucionais. Ao passo que reconhece limitações no velho desenvolvimentismo<sup>48</sup>, a corrente

---

<sup>46</sup> Os autores destacam que Argentina e o México, mais fiéis às agendas reformistas, tiveram desempenho menos expressivo do que outros que seguiram políticas distintas, como China e Índia.

<sup>47</sup> Sobre a evolução do pensamento jurídico na fronteira com a economia, que abarca o antigo Direito e Desenvolvimento, v. Kennedy (2006).

<sup>48</sup> Ao fazer referência ao NDD e à Análise Jurídica da Política Econômica, Castro (2013) destaca: “*the new arguments and analytical strategies in recent Brazilian legal discourse are realistic enough to recognize the utter limitations of the doctrinal constructs that provided legal grounds to the old developmentalism style of policy-making. In a world of international capital mobility and fluctuating exchange rates, the gist of the old*

ressalta a relevância de o Estado desempenhar um papel ativo na formulação de instrumentos jurídicos para o desenvolvimento.

Shapiro e Trubek (2012) citam o “experimentalismo democrático”<sup>49</sup> como uma característica do NDD. A referência ao experimentalismo, por sua vez, evoca, ainda que remotamente, a obra de John Dewey, que cunhou a expressão. Dewey (1952) sustentou que lidar com a incerteza seria um aspecto central da ação humana e que haveria duas maneiras distintas de enfrentar tal desafio: ou por adequação a regras e padrões determinados de comportamento – tal como ocorre nas religiões – ou por interferência na realidade para evitar eventos indesejados e produzir consequências almejadas – por exemplo, a transposição de um rio ou extensão de incentivos a um setor econômico considerado relevante para o crescimento de um país.

Segundo o filósofo, com o desenvolvimento do método científico e a possibilidade de comprovação de hipóteses por experimentação, a ação humana voltada ao alcance de determinados fins poderia gerar grau de segurança maior do que a simples conformação a conceitos e regras pré-determinadas. Sendo assim, a resolução de problemas concretos deveria ocorrer por meio de ações que procurassem produzir um estado de coisas desejado, e não por decisões puramente formalistas<sup>1</sup>. É que, para Dewey, embora as regras fossem editadas sempre com objetivos definidos, a sua aptidão para alcançá-los variaria conforme o contexto em que fossem aplicadas – construir uma ponte em diferentes terrenos, por exemplo, requereria preocupações distintas<sup>1</sup>.

Além disso, como as condições para o sucesso da ação humana variariam no tempo e no espaço, as normas deveriam ser validadas cada vez que fossem aplicadas, como se fossem hipóteses, num processo de contínua aprendizagem acerca dos limites e possibilidades da atuação humana e da organização social. A imbricação entre teoria e prática daí decorrente é o cerne do pragmatismo, corrente filosófica da qual Dewey foi um dos expoentes. A relação entre experimentalismo e pragmatismo filosófico, portanto, não deve ser negligenciada.

Acerca da definição dos objetivos a serem alcançados pela ação estatal, Dewey (1954) defendia que eles deveriam ser escolhidos democraticamente. E, como as metas

---

*developmentalism – its emphasis on the virtues of investment planning, as exemplified in the II National Development Plan launched in the late 1970s – no longer makes sense. The old developmentalism also expected too much from technocratic knowledge, which excluded the possibility of dealing with the unknown and trying out new policy and governance arrangements”.*

<sup>49</sup> Acerca do experimentalismo democrático, veja-se a obra coletiva *World of Possibilities* (organizado por Charles Sabel e Jonathan Zeitlin) Cambridge, Cambridge University Press, 1997, e, ainda, Piore, Michael J.; Sabel, Charles F. *The Second Industrial Divide – Possibilities for prosperity*. Basic Books, 1984.

democraticamente escolhidas são reunidas no ordenamento jurídico, pode-se dizer, em linha com essa perspectiva, que as instituições jurídicas seriam elementos constitutivos, e não apenas instrumentais, da mudança e do desenvolvimento.

O NDD alinha-se, ao menos indiretamente, a ideias como essas, por rejeitar um papel proeminente às soluções tecnocráticas para o desenvolvimento. Ao contrário, a literatura jurídica do NDD contrapõe-se à afirmação de que o direito deve oferecer um conjunto de instituições, externo e neutro, e nunca constitutivo, dos mercados.

Com efeito, segundo a literatura neodesenvolvimentista as soluções para os problemas identificados nos países devem ser construídas de acordo com os contextos locais e de forma democrática – embora se considere útil a inspiração em modelos institucionais adotados em países com realidades próximas, o que se denomina diálogo institucional (Schapiro e Trubek, 2012).

## 2.5. Análise Jurídica da Política Econômica

A AJPE possui diagnósticos e preocupações similares aos do NDD, de um lado, e, de outro, concebe e reconstrói categorias de pensamento jurídicas para a elaboração de análise do modo como processos econômicos, e em especial o manejo da política econômica -- entendida como o conjunto de regras politicamente instituídas que organizam a produção, a troca e o consumo na vida social (Castro, 2009) -- influenciam a efetividade de direitos subjetivos.

Castro (*idem*) ressalta que as economias de mercado, por um lado, proporcionam crescimento e aumento da riqueza geral e, por outro, falham em promover, de maneira equânime, o gozo de direitos fundamentais entre indivíduos e grupos no mundo. E, de acordo com o jurista, as abordagens jurídicas de questões economicamente relevantes não têm contribuído para superar essa dificuldade<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Castro (2009) afirma que “*sob a cultura jurídica corrente, as opções disponíveis para os operadores do direito, diante de situações que se apresentam prima facie como injustas, por envolverem o sofrimento humano, mas que têm inegáveis implicações em termos de política econômica, parecem ser as seguintes: interpretação formal da lei e da constituição; interpretação substantiva da lei e da constituição, calcada em um propósito idealmente justificado de favorecer os que são percebidos como mais vulneráveis e injustiçados; um cálculo prudencial de caráter abstrato e genérico, constitutivo da ponderação de valores; e a Análise Econômica do Direito, que conforma o cálculo prudencial à teoria econômica, para a determinação da solução mais eficiente, a ser dada aos conflitos de interesse como a decisão juridicamente correta*”. E, nas palavras do autor: “*A interpretação formal olha unicamente para as formas jurídicas, as construções dogmáticas, não levando em consideração os fatos que constituem situações empíricas dramáticas e facilmente caracterizáveis como injustas, tais como a pobreza, a fome, a morte de pessoas por doenças comumente tratáveis e assim por diante. Das formas jurídicas abstratas, podem ser derivadas apenas outras formas abstratas, não juízos marcados com a experiência da vida social. Por sua vez, a interpretação substantiva não leva em consideração, de maneira*

Tendo isso em vista, ele propõe que a fruição empírica de direitos seja o ponto de partida da avaliação jurídica de situações controvertidas. E os direitos são divididos em duas categorias, de consumo e de produção.

A AJPE opõe-se, assim, à adoção de um modelo abstrato acerca do funcionamento do mercado e propõe uma inversão de perspectiva ao afirmar a existência empírica de diversos ambientes de trocas, constituídos por diferentes instituições, que devem ser avaliados concretamente.

A Análise Posicional é o instrumento analítico utilizado pela AJPE para a aferição do gozo dos direitos. Ela é constituída por cinco etapas, descritas por Castro (2009). A primeira delas envolve a identificação de uma política pública ou de um aspecto da política econômica sujeito a controvérsias, e a especificação do direito fundamental correlato. O seu objetivo é relacionar políticas públicas e sua expressão jurídica, de modo a identificar quais são os direitos fundamentais possivelmente abrangidos no âmbito de ações estatais coordenadas.

O segundo passo é a decomposição analítica dos direitos envolvidos. No exemplo dado por Castro (2009), o direito à moradia é descrito como a reunião de prestações como segurança, fornecimento de água, luz e esgoto, pavimentação e transporte público, facilidade de acesso a serviços públicos como educação e saúde, e afetado por condições de financiamento para a construção civil, taxas de juros, incidência da tributação, custos cartoriais etc. É dizer, a decomposição analítica do direito à moradia envolveria a identificação dos componentes prestacionais necessários para possibilitar a fruição empírica deste direito.

O terceiro momento dá-se com a quantificação empírica dos direitos decompostos. A segurança pública, por exemplo, pode ser analisada em termos de número de viaturas, policiais etc. Com a quantificação, obtém-se um *Índice de Fruição Empírica* (IFE). Para a sua formação, podem ser utilizados dados e informações produzidos por autoridades ou especialistas ou reunidos e tratados pelo investigador.

---

*disciplinada, as implicações em termos de política econômica e seus efeitos, das soluções apontadas para os casos considerados. A seu turno, a “ponderação de valores”, sendo de caráter genérico e abstrato, acaba se apoiando em especulações imprecisas sobre o que são os “valores” em questão, e sobre qual a maneira de ajuste mútuo entre eles seria mais adequada para atender aos interesse concretos dos membros da sociedade. Por fim, a AED, ao proceder por meio da chamada “análise de custo-benefício”, não leva em conta as relações entre interesses materiais e valores não econômicos, que são relevantes para a promoção da justiça econômica”.*

A quarta etapa da análise posicional é a definição de um *Padrão de Validação Jurídica* (PVJ). Trata-se da elaboração de um padrão ou *benchmark* para caracterizar o que corresponderia, em termos quantitativos, à efetividade empírica juridicamente esperada e, portanto, válida, do direito considerado.

Por fim, na quinta etapa, o PVJ e o IFE são contrastados. Caso o índice de fruição seja menor do que o padrão de validação, abre-se a oportunidade para que sejam propostas reformas de políticas públicas ou aspectos da política econômica considerada. Busca-se, assim, a reorientação de política pública ou da política econômica para possibilitar a melhora da fruição empírica do direito fundamental em questão. Por outras palavras, a percepção de que determinadas políticas públicas ou econômicas limitam as possibilidades de fruição de direitos torna-se, em tese, fundamento para exigir que elas sejam (re)estruturadas de modo a promover, e não prejudicar, a efetividade do exercício de direitos.

A recomendação de reformas pode valer-se de outro instrumento proposto pela AJPE, a *Nova Análise Contratual*. Ela propõe uma matriz para a caracterização das cláusulas existentes em agregados contratuais. Num primeiro eixo, as cláusulas são consideradas como de *utilidade* ou *monetárias*. Cláusulas de utilidade compreendem os interesses materiais que se referem à economia *real* e as cláusulas monetárias abarcam os interesses ligados à economia monetária. Como exemplo, no contrato de venda de um litro de leite a um consumidor em um supermercado, o leite em si é um conteúdo da cláusula de utilidade, ao passo que o dinheiro pago em troca do leite é um conteúdo da cláusula monetária (Castro, 2013). No caso dos contratos financeiros, os conteúdos da cláusula de utilidade serão também ativos monetários. Nesse sentido, num contrato de mútuo financeiro, a quantia emprestada é o conteúdo de utilidade, apesar de pertencer à economia monetária, ao tempo em que os juros cobrados pela transação integram a cláusula monetária (Castro, 2013).

Num segundo eixo, a matriz permite enxergar que certas cláusulas são compostas por conteúdos de interesse privado, enquanto outras incorporam conteúdos de interesse público. Cláusulas de *interesse privado* são conteúdos que podem ser livremente estabelecidos pelas partes contratantes, mediante negociação privada, por não estarem sujeitos a proibições ou obrigações oriundas de normas de ordem pública.

Observa-se, contudo, que mesmo os contratos celebrados entre particulares (como também aqueles celebrados entre particulares e o Estado) incorporam cláusulas de *interesse público* (Castro, 2009). Assim, contratos podem ter cláusulas privadas e públicas. Aquelas são livremente pactuáveis, as de interesse público estão sujeitas a pactos sociais expressos pelas vias legislativa, administrativa ou judicial.

A AJPE descreve a economia como um conjunto de redes de contratos ou portfólios. Isso porque o conteúdo de cláusulas de determinado contrato repercute em outros, com efeitos sobre a fruição empírica de direitos fundamentais. Por exemplo, o valor referente a tributo incidente sobre a produção será refletido nos contratos firmados pelo produtor para venda do bem. Da mesma maneira, os valores pagos a título de juros por empreendedores que financiaram a sua atividade será um dos componentes do preço dos bens ofertados aos consumidores.

Castro (2013) aponta que a política monetária e a tributária, em geral, transmitem-se pelos contratos componentes de determinados portfólios, tal como nos dois exemplos citados, configurando componentes monetários estratégicos. E, numa economia global, diferenciais de competitividade, a afetar direitos de produção e de consumo, podem decorrer das relações de câmbio e das distintas taxas de juros praticadas nos países.

A par dessas considerações, para a AJPE, os juristas devem preocupar-se com as consequências econômicas e sociais da estrutura presente dos portfólios contratuais, com ênfase nos impactos que possam congelar a posição de determinados indivíduos e grupos nas ordens econômica e social, seja na economia global ou nas nacionais.

Assim, para a AJPE, os debates sobre direito, políticas públicas e desenvolvimento econômico devem ser compreendidos a partir das premissas de que os mercados são constituídos por portfólios contratuais e de que a política econômica deve ser colocada em função da fruição de direitos, e não o contrário.

### 3. GLOBALIZAÇÃO E O DEBATE SOBRE REGULAÇÃO FINANCEIRA

#### 3.1. Apontamentos Iniciais

A integração dos mercados oriunda da globalização fez-se acompanhar por esforços no sentido de se harmonizarem aspectos centrais do direito empresarial e do mercado financeiro em diferentes países, tarefa reforçada pela necessidade de integração econômica dos países do bloco socialista e a superação de crises e escândalos societários ao redor do mundo. Especialmente após as crises financeiras da Ásia, em 1997, da Rússia, em 1998, e em países da América Latina, agências e organismos financeiros internacionais passaram a preocupar-se com a melhoria da arquitetura financeira internacional (Pistor, 2000)<sup>51</sup>.

No que toca aos mercados financeiros, a teoria denominada Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), que adota premissas comuns à economia neoclássica (FSA, 2009), tem sido apontada como a pedra de toque da intervenção estatal<sup>52</sup>.

Outra teoria que pautou a agenda sobre a intervenção estatal em mercados financeiros, especialmente em países emergentes, foi a *Law and Finance* (L&F), de que se tratou no item 2.3, acima, e que relacionou desenvolvimento do mercado financeiro ao desenvolvimento econômico e identificou a adoção de certas instituições como um aspecto determinante para o florescimento daquele segmento.

Neste capítulo, a HME é apresentada e seus reflexos práticos fundamentais são analisados. Também a *Law and Finance* voltará a receber atenção, para se demonstrar como ela influenciou reformas jurídicas implantadas no Brasil.

Isso permitirá que, em seguida, no Capítulo 4, as duas teorias sejam contrastadas com categorias analíticas mediante as quais se busca compreender o funcionamento dos mercados financeiros após a crise de 2008 e das quais se extraem orientações ora complementares, ora alternativas para a regulação das finanças.

---

<sup>51</sup> Exemplos de preocupação com a padronização regulatória são os documentos "International Convergence of Capital Measurement and Capital Structures" (Basel: Bank for International Settlement, 2005) e "International Standards: Strengthening Surveillance, Domestic, Institutions, and International Markets", elaborados, respectivamente, pelo Banco Internacional de Compensações (Bank for International Settlement - BIS) e pelo Fundo Monetário Internacional (Washington: International Monetary Fund, 2003). Milhaupt e Pistor (2008) apuraram que boa parte da empreitada relativa à padronização regulatória compreendeu a exportação de instituições jurídicas originalmente concebidas nos Estados Unidos. A ascendência norte-americana sobre diversos países faz-se notar em campos tais como governança corporativa, deveres fiduciários, mercados de capital de risco e remuneração de executivos, como apontado em diversos trabalhos reunidos em obra editada por Milhaupt (2003). A importação, por outros países, de modelos de financiamento originalmente concedidos nos EUA será objeto de análise mais detida abaixo.

<sup>52</sup> Nesse sentido, por todos, cf. FSA (2009), Pistor (2012), Julia Black (2013).

### 3.2. A Hipótese dos Mercados Eficientes e Algumas de suas Repercussões Regulatórias

Cuida-se, nesta seção, da apresentação da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), por vezes designada Hipótese dos Mercados de Capitais Eficientes. Preliminarmente, uma breve retrospectiva histórica intenta contextualizar o surgimento e o processo de acolhida da teoria, iniciado nos Estados Unidos, nos anos 1970, e propagado pelo mundo nas décadas seguintes. Parece fundamental que a reconstituição dos fatos compreenda o ambiente regulatório instituído após a quebra da bolsa de Nova Iorque no fim da década de 1920, pois a HME engendrou-se em contraposição à intervenção estatal na seara dos mercados de capitais.

Nos Estados Unidos pós-crise de 1929, os mercados financeiros enfrentavam desconfianças. Uma das mais importantes investigações sobre a Crise de 1929, realizada pelo Comitê de Moeda e Atividade Bancária do Senado norte-americano, chefiado pelo jurista Ferdinand Pecora, identificou abusos praticados pelos bancos ao longo da década de 1920: empréstimos para compradores de ações para incentivar a fixação artificial do seu preço, *insider trading*, entre outras condutas indesejáveis que expressavam conflito de interesses entre os bancos e seus clientes<sup>53</sup> (Saunders, 1985).

Constatações como essas somavam-se à identificação de duas características peculiares do balanço dos bancos comerciais – como são chamadas as instituições captadoras de depósitos a vista – que tornavam sua atividade instável: o fato de terem menos capital próprio do que outras sociedades empresárias (o que os tornava mais dependentes do dinheiro de terceiros) e a circunstância de as suas obrigações, anotadas em seu passivo, materializarem-se em depósitos à vista ou a curto prazo, enquanto os seus ativos, em geral, tomavam a forma de empréstimos a médio ou longo prazo.

Como mantinham em suas reservas apenas fração dos depósitos recebidos e não poderiam exigir o pagamento imediato dos empréstimos concedidos, os bancos comerciais não tinham fundos à disposição para pagar a todos os depositantes de uma só vez. Assim, se parte substancial dos seus clientes resolvesse sacar recursos de sua titularidade simultaneamente, o banco precisaria desfazer-se de ativos ilíquidos, a preços inferiores aos seus respectivos valores de face. No limite, mesmo um banco que inicialmente tivesse ativos suficientes para quitar suas obrigações poderia tornar-se insolvente caso fosse alvo de uma

---

<sup>53</sup> Em 1927, havia entrado em vigor o McFadden Act, que afirmava a possibilidade de bancos comerciais negociarem ações. Entre 1927 e 1929, a participação desses bancos na subscrição de novos títulos passou de 22% para 46% (Saunders, 1985).

corrida bancária, o que incentivaria os depositantes a, diante da circulação de más notícias sobre a saúde financeira do banco, concluir que apenas os primeiros que fossem às agências conseguiriam receber seus créditos. Em síntese, problemas de liquidez poderiam ensejar a insolvência de instituições financeiras.

De fato, nos Estados Unidos, 1.345 bancos quebraram em 1930, 2.298, em 1931, e 1.456, em 1932. Os estados daquela federação chegavam ao ponto de decretar feriados bancários para evitar saques e corridas bancárias, o que não aliviava a pressão sobre o sistema financeiro. Em março de 1933, metade dos estados havia declarado feriados do tipo. Naquele mesmo mês, o recém-eleito Presidente Franklin Roosevelt decretou paralisação nacional para os bancos. E, em seu discurso de posse como Presidente, ele fez referência à crise de confiança que impedia a recuperação da economia norte-americana ao declarar: “*a única coisa que devemos temer é o próprio temor – inominável, desarrazoado, injustificado terror que paralisa os necessários esforços para converter recuo em avanço*<sup>54</sup>” (Carnell et al., 2013, p. 18).

Em um momento em que a confiança do público estadunidense na atuação das instituições financeiras estava abalada, foram adotadas medidas para tornar mais segura a atividade dos bancos comerciais e conter preocupações relacionadas à liquidez dessas instituições financeiras que atendiam ao público em geral. Assim, o Banking Act de 1933, conhecido como Glass-Steagall Act de 1933, entre outras medidas, criou o seguro de depósitos<sup>55</sup>, impôs limites às taxas de juros com que tais aplicações eram remuneradas<sup>56</sup> e estabeleceu uma série de regras, como a proibição de subscrição de ações por bancos comerciais, que separavam as atividades dessas instituições das dos bancos de investimento.

No modelo regulatório estabelecido pelo Glass-Steagall Act, os bancos comerciais, submetidos à rígida regulação, captavam depósitos a vista ou a curto prazo e emprestavam os recursos conseguidos a pessoas naturais ou para atender a demandas de financiamento de curto prazo de sociedades empresárias, anotando os créditos em seu ativo e ali os mantendo até sua liquidação final. Essa formatação da atividade bancária ficou conhecida como *originate-to-hold*, em referência à permanência da anotação da obrigação no balanço do banco até o seu pagamento.

<sup>54</sup> Tradução livre de “*the only thing we have to fear is fear itself-nameless, unreasoning, unjustified terror which paralyzes needed efforts to convert retreat into advance*”.

<sup>55</sup> O seguro de depósitos oferecia a garantia de que aplicações mantidas em instituições financeiras que viesse a quebrar seriam honradas. Com isso, reduziam-se os incentivos para a ocorrência de corridas bancárias.

<sup>56</sup> A limitação das taxas dos depósitos, conhecida como *Regulation Q*, objetivava impedir que a competição entre os bancos os levasse a adotar práticas arriscadas, como o oferecimento de remunerações excessivamente altas para a captação de recursos, o que os obrigaria a investir o dinheiro em busca de retornos elevados, que normalmente estão associados a assunção de maiores riscos.

Já o mercado de capitais, seara em que atuavam os bancos de investimento, era vistos como um ambiente em que investidores sofisticados poderiam beneficiar-se em detrimento do grande público. Em seu *A Teoria Geral do Emprego*, Keynes (1936) afirmou que, em mercados financeiros organizados, as decisões de investir em determinados ativos levavam em conta antes a especulação sobre os movimentos do mercado no curto prazo do que análises sobre os rendimentos esperados no longo prazo das atividades a que os recursos seriam destinados. Nesses termos, investidores profissionais poderiam bater os amadores. Para o economista britânico, bolsas de valores lembrariam cassinos e, em proteção ao interesse público, deveriam ter acesso restrito e custoso.

Rahman (2012) lembra que, à época da elaboração do Glass-Steagall Act, havia dois discursos concorrentes acerca da fundamentação das reformas financeiras. Um deles, típico da Era Progressista (1900-1920), sustentava que o objeto central de atenção das reformas deveria ser o impedimento da concentração do poder em bancos que, com sua influência econômica e política, poderiam ameaçar os ideais democráticos e de liberdade. Para os filiados a essa corrente, as reformas deveriam limitar a concentração de poderes e permitir o controle democrático<sup>57</sup>. O outro conjunto de ideias presente nos debates que marcaram a elaboração do Glass-Steagall Act articulava-se em torno da maximização da produtividade econômica, por meio da contenção de práticas especulativas improdutivas e do controle dos conflitos de interesse nas atividades dos bancos.

Esse segundo grupo de argumentos, chamados de “tecnocráticos” pelo autor -- por oposição aos “democráticos”, da corrente progressista --, foram vitoriosos na construção de um novo ambiente regulatório para o mercado financeiro norte-americano após a crise de 1929<sup>58</sup>.

A observação inusitada feita por Rahman é que a motivação das reformas no aumento da produtividade econômica acabou por consolidar um panorama propício a que, anos mais tarde, nas décadas de 1980 e 1990, iniciativas cujo objetivo fosse o aumento da

---

<sup>57</sup> A expressão usada por Rahman é “*democratic accountability*”.

<sup>58</sup> Nas palavras de Rahman (idem, p. 615): “*This “technocratic” argument saw the task of reform as one of macroeconomic management, whose success could be seen primarily through its impact on economic growth and stability. In this technocratic approach, concerns of power, liberty, and democratic accountability took a back seat. This clash between the democratic and technocratic discourses of reform built on a long-standing tension in Progressive Era discourse. But the Glass-Steagall episode represents a historical moment in which the technocratic understanding of the modern economy and the goals of policy were beginning to supplant the democratic framework of more radical reformers. The Glass-Steagall debate thus captures and exemplifies this broader shift in the New Deal era away from more robust discourses of progressive and democratic reform toward a discourse primarily concerned with economic growth, consumer welfare, and technocratic management*”.

eficiência do mercado, ainda que propusessem a derrubada de barreiras regulatórias estabelecidas pela Lei de 1933, gozassem de boa aceitação.

Com o passar dos anos, efetivamente, diversas circunstâncias<sup>59</sup> colocaram os mercados de capitais em foco e novas formulações descreveram a forma como eles operavam de modo diverso das análises predominantes na década de 1930. Tais elaborações voltavam-se a ampliar a eficiência desses ambientes e acabaram pautando reformas na regulação.

Em 1970, Eugene Fama, professor da Universidade de Chicago, publicou artigo seminal acerca da Hipótese dos Mercados Eficientes. Seu trabalho evocou os mercados ideais, nos quais a alocação de recursos derivaria de decisões tomadas sob a premissa de que os preços dos ativos refletiriam totalmente as informações disponíveis. Daí a sua famosa definição, segundo a qual “*um mercado no qual os preços, a qualquer tempo, reflitam totalmente a informações disponíveis é chamado de eficiente*” (Fama, 1970, p. 383).

“*Refletir totalmente as informações disponíveis*” significa que ninguém, nem mesmo investidores profissionais, podem bater o mercado. Afinal, se todos os agentes têm acesso às informações sobre os ativos que negociam, a sua precificação seria sempre precisa, de maneira que o comprador de um ativo saberia exatamente o que esperar dele em termos de retorno e risco. A HME sustenta, então, que, em um mundo sem custos de transação, os mercados vão alocar o capital em seu uso mais eficiente (Pistor, 2012, p. 9).

Se o preço das ações reúne imediatamente as informações disponíveis, como afirma Fama, eventuais variações apenas podem decorrer de notícias inéditas, que, por definição, são desconhecidas – as conhecidas já estariam precificadas. Em consequência, passou-se a afirmar que os preços das ações variariam de forma imprevisível (*random walk theory*), o que não significaria propriamente aleatoriedade, e sim que eles seriam determinados por fluxos de informações pertinentes aos ativos negociados. Como tais informações independem dos movimentos passados dos preços, mudanças na precificação não poderiam ser antecipadas (FSA, 2009).

Presumida a presença de grande número de agentes “racionalis”, maximizadores de riqueza, fazendo uso de informação atual disponível a custo zero para todos os participantes e competindo entre si para fazer as melhores barganhas, a imprevisibilidade da variação do preço das ações implica que os mercados financeiros podem ser analisados como

---

<sup>59</sup> Um rol não exaustivo desses fatores poderia incluir: o aumento da mobilidade de capitais, o desenvolvimento da computação, nos anos 1950, com o que se tornou possível a realização de análise empírica de dados, o que passou a atrair a atenção de acadêmicos para o funcionamento dos mercados de capitais; e a afirmação das grandes corporações e a necessidade de seu financiamento, a depender de grandes somas de recursos.

mercados competitivos que produzem “equilíbrio”<sup>60</sup>. A reunião desses fatores tenderia a determinar a precificação “correta” dos valores mobiliários negociados em mercado, de maneira que o preço dos valores mobiliários estaria próximo do seu valor intrínseco<sup>61</sup> (Gorga, 2013).

Em semelhante cenário, a oferta de ativo por preço distinto daquele considerado “intrínseco” ou “correto” não teria espaço, seja porque o seu detentor não negociaria por valor menor do que o intrínseco, seja porque potencial comprador não aceitaria pagar mais do que isso<sup>62</sup>. Com isso, eliminava-se a oportunidade de arbitragem<sup>63</sup>.

Esse paradigma da não arbitragem tornou-se a base para a precificação de ativos, porquanto afirmou a existência de uma regra de precificação linear, segundo a qual os agentes deveriam passar a definir os preços de ativos não negociados em grandes quantidades por referência a outros que o fossem<sup>64</sup>. Isso deu permitiu o florescimento da engenharia financeira e o desenvolvimento de instrumentos financeiros sofisticados, como derivativos de balcão, que eram precificados e negociados mesmo na ausência de mercados estabelecidos (Pistor, 2012)<sup>65</sup>.

Com base em tais pressupostos, as implicações da EMH para a intervenção regulatória no mercado financeiro referem-se à divulgação de informações e à sua correção, uma vez que, ao dispor de dados adequados, agentes racionais poderiam tomar as decisões

---

<sup>60</sup> Perry Mehrling (2011:61) lembra que: “[b]y 1960, when money finally came back into picture, economists and policymakers had already chosen the ideal norm against which to compare imperfect reality. That norm was the general equilibrium model first put forth by Léon Walras in 1874”.

<sup>61</sup> A definição do valor intrínseco de um valor mobiliário dá-se por oposição ao valor de mercado e leva em consideração os dividendos e/ou fluxos de pagamentos futuros esperados do ativo.

<sup>62</sup> “In competitive markets there is a buyer for every seller. If one could be sure that a price will rise, it would have already risen” é o argumento lembrado por Paul Samuelson (1965).

<sup>63</sup> A arbitragem ocorre quando um mesmo ativo é precificado distintamente em dois ambientes. Nesse caso, valendo-se de maior acesso à informação, agentes podem comprá-lo para revende-lo imediatamente, valendo-se de posição de superioridade.

<sup>64</sup> Um dos principais modelos de precificação de ativos foi o Capital Asset Pricing Model (CAPM), desenvolvido por William Sharpe e Harry Markowitz. Burton (1998) explica os contornos gerais do CAPM: “Every investment carries two distinct risks, the CAPM explains. One is the risk of being in the market, which Sharpe called systematic risk. This risk, later dubbed “beta,” cannot be diversified away. The other—unsystematic risk—is specific to a company’s fortunes. Since this uncertainty can be mitigated through appropriate diversification, Sharpe figured that a portfolio’s expected return hinges solely on its beta—its relationship to the overall market. The CAPM helps measure portfolio risk and the return an investor can expect for taking that risk”

<sup>65</sup> No mesmo sentido, um editorial da *The Economist* de 16 de julho de 2009 apontava que “On such ideas, and on the complex mathematics that described them, was founded the Wall Street profession of financial engineering. The engineers designed derivatives and securitisations, from simple interest-rate options to ever more intricate credit-default swaps and collateralised debt obligations. All the while, confident in the theoretical underpinnings of their inventions, they reassured any doubters that all this activity was not just making bankers rich. It was making the financial system safer and the economy healthier”.

que mais lhes conviessem. Afinal, se o preço das ações reflete toda a informação disponível, todos os agentes econômicos têm acesso a ela<sup>66</sup>.

Gilson e Kraakman (2014) lembram que, por mais de trinta anos, reflexos da teoria fizeram-se notar nos EUA, da Securities Exchange Commission à Suprema Corte norte-americana. Em 1976, em busca de avaliar o sistema de *disclosure* corporativa, a SEC estabeleceu um comitê cujas conclusões foram influenciadas pela EMH. Os seus membros observaram que “o preço de mercado de um valor mobiliário reflete informações verdadeiras e falsas com igual eficiência”, a “competição entre analistas resulta em preços de valores mobiliários que refletem um amplo conjunto de informações” e “a alocação mais eficiente de recursos ocorrerá quando a informação for suficiente, aos olhos daqueles que tomam decisões sobre investimentos, confiável e disseminada em tempo adequado”<sup>67</sup>.

Em 1982, foram adotadas mudanças amplas na regulação dos mercados de valores mobiliários. A primeira delas tornou possível que companhias grandes e com histórico favorável<sup>68</sup>, ao lançarem ofertas de valores mobiliários, pudessem fazer referência a relatórios produzidos, em vez de divulgarem diretamente informações (Bethel e Sirri, 1998, p. 28). Presumia-se que os mercados para os valores mobiliários daquelas sociedades empresárias seria precificado de modo eficiente independentemente da fonte dos dados pertinentes (HU, 2012:11)

Paralelamente, a Suprema Corte norte-americana adotou a teoria da fraude contra o mercado (*Fraud on the Market Theory*) em *Basic Inc. v. Levinson*, ocasião em que afirmou:

a teoria da fraude contra o mercado baseia-se na hipótese de que, num mercado de valores mobiliários aberto e desenvolvido, o preço da ação de uma companhia é determinado pela informação disponível acerca da sociedade empresaria e de seus negócios. Afirmações falsas vão, então,

<sup>66</sup> Segundo Harford, a HME ajudou a popularizar investimentos diversificados e de baixo custo (Harford: FT, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/78175d1e-34c7-11e3-8148-00144feab7de.html#axzz3OLXghv00>).

<sup>67</sup> Tradução livre. No original: “the market price of a security reflects true information and false information with equal efficiency”, “competition among analysts results in security prices that reflect a broad set of information” e “the most efficient allocation of resources will occur when the information is sufficient for the purposes of those making decisions, when it is reliable, and when it is disseminated in a timely manner” (US SEC Advis. Comm. Corp. Discl. 1977, pp. D-3, XIII-XVI, XXXIII-XXXIV, 620—21, *apud* Hu, 2012: 5).

<sup>68</sup> Especificamente, as companhias deveriam atender a três requisitos para se valer da possibilidade descrita no corpo do texto: (i) o valor de mercado agregado das ações com direito a voto detidas por investidores sem participação relevante na companhia fosse maior do que cento e cinquenta milhões de dólares; (ii) não haver descumprido obrigações específicas nos três anos anteriores ao lançamento da oferta; (iii) haver cumprido todos os requerimentos de *disclosure* nos trinta e seis meses antes do oferecimento dos valores mobiliários (SEC Adopting Release N. 33-6383 3/16/1982 *apud* Bethel e Sirri, 1998: 29). Em 1992, as exigências (i) e (iii) foram relaxadas e passaram a ser de setenta e cinco milhões de dólares e doze meses, respectivamente.

prejudicar os compradores da ação ainda que eles não se tenham baseado diretamente nelas.<sup>69</sup>

Ademais, os debates concernentes às tentativas de escapar de custos decorrentes de imposições regulatórias nos mercados financeiros internacionais e no mercado financeiro norte-americano eram um campo fértil para a aplicação da HME<sup>70</sup>.

Segundo Perry Mehrling (2011:71), a engenharia jurídico-financeira voltada à fuga da incidência de exigências dos reguladores, primeiramente, fez-se presente nos mercados internacionais. Isso porque o sistema monetário internacional estabelecido pelo Acordo de Bretton Woods era baseado em uma contradição: de um lado, estabelecia que os países deveriam manter taxas de câmbio fixas; de outro, era compatível com gestões macroeconômicas descoordenadas.

A solução para as tensões derivadas de tal contradição estava nos controles sobre as contas de capital dos balanços de pagamento nacionais, inicialmente chancelados pelo Fundo Monetário Internacional<sup>71</sup> como uma forma de se prevenirem crises e corridas cambiais (Obstfeld e Taylor, 2002, p. 5).

Contudo, gradualmente, sociedades empresárias passaram a escapar dos controles nacionais sobre fluxos de pagamento por meio das operações de *swap* de câmbio. Mehrling (2011, pp. 72-73) recorda que as primeiras operações de trocas de moedas foram estruturadas como empréstimos em paralelo, cujo objetivo era escapar de controles de capital que limitassem a troca de moedas e a realização de investimentos em outros países. Em exemplo concebido por Mehrling, uma companhia americana emprestava dólares para uma subsidiária de uma companhia inglesa nos Estados Unidos, enquanto a matriz inglesa emprestava libras esterlinas para a subsidiária americana no Reino Unido. Nenhum dinheiro cruzava fronteiras, de maneira que as restrições legais ao fluxo de capitais eram respeitadas. Havia, sim, fluxos brutos de recursos nos dois sentidos, que se compensavam.

Além dos controles de capital, o risco de crédito também era enfrentado pela formatação da operação exposta no recém-citado exemplo: caso a subsidiária da companhia

---

<sup>69</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988). Tradução livre de: “*The fraud-on-the-market theory is based on the hypothesis that, in an open end developed securities market, the price of a company's stock is determined by the available material information regarding the company and its business. Misleading statements will therefore defraud purchasers of stock even if the purchasers do not directly rely on the mistatements*”.

<sup>70</sup> Carvalho e Sicsu (2004) veem na HME a fundamentação para as propostas de liberalização no plano internacional e no nacional.

<sup>71</sup> O artigo 6 do Acordo Constitutivo do Fundo Monetário Internacional - adotado na Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas, realizada em Bretton Woods, de 1 a 22 de Julho de 1944 - legitimava a adoção de controles em sua redação original.

inglesa parasse de fazer pagamentos, a companhia americana instruiria a sua subsidiária a fazer o mesmo na outra perna da operação, que seria terminado. Os dois empréstimos amparavam-se como garantias recíprocas, o que limitava eventuais perdas.

Contudo, a terminação prematura do contrato, embora não necessariamente implicasse perdas, deixaria a companhia americana sem poder repatriar as libras de sua subsidiária, a não ser que encontrasse nova contraparte inglesa e pactuasse novo acordo.

Ainda segundo Mehrling, uma maneira de mitigar esse risco foi a inserção de um banco como contraparte em cada perna da operação. Para que isso ocorresse, um problema precisaria ser resolvido: a formatação jurídica dada à operação, com dois empréstimos realizados paralelamente, expandiria o balanço dos bancos na medida dos contratos, atraindo requerimentos de capital próprio<sup>72</sup> e absorvendo os recursos das instituições financeiras. Por outras palavras, seria uma operação com custos – e custos de oportunidade – potencialmente altos.

Por essa razão, a arquitetura dos empréstimos paralelos foi substituída pelo *swap* de câmbio (Mehrling, 2011:74). No novo cenário, duas companhias contratavam separadamente *swaps* com um banco – e não mais entre si – com filiais nos Estados Unidos e no Reino Unido. A companhia A comprometia-se a pagar libras e receberia dólares do banco. A companhia B, por sua vez, pagava dólares e receberia libras. A instituição financeira pagaria e receberia tanto dólares quanto libras. Como todas as partes teriam créditos e obrigações, o acordo poderia ser anotado em seus balanços não como exposições brutas (empréstimos), mas como um conjunto de exposições líquidas (*swap*).

Mehrling destaca que, nesse arranjo, apenas o banco estaria exposto ao término prematuro do negócio por A ou B. E ele teria acesso a fontes de liquidez não disponíveis para as companhias individuais. Por exemplo, se B fosse liquidada e uma das pernas do *swap* acabasse resolvida prematuramente, o banco poderia contratar com entidade congênere disposta a pagar dólares e a receber libras. Essa operação poderia ser formatada de maneira que ambas as instituições financeiras criassem depósitos em favor da outra – um em libras, outro em dólares.

Ainda de acordo com Mehrling, quando operações desse tipo passam a ser praticadas corriqueiramente e estão sempre disponíveis, os bancos podem deixar de ser apenas uma contraparte para um *swap* entre duas companhias e passar a atuar como *dealers*. Assim, poderiam oferecer propostas e estabelecer preços para *swaps* de câmbio, e não

---

<sup>72</sup> Sobre os requerimentos mínimos de capital, veja-se a nota 81, abaixo.

necessariamente atuar de modo sincronizado nas duas pernas. Dessa maneira, o que inicialmente era uma forma de evitar controles de capital, com o tempo, se tornou um modo de se precificarem empréstimos (Mehrling, 2011, p. 75). As companhias tomariam crédito em qualquer moeda em que a operação fosse menos custosa e, então, contratariam com um *dealer* para que obtivessem a moeda que realmente desejassem.

Ao lado da remoção de barreiras às transações anotadas nas contas de capital dos países, o crescimento dos mercados de derivativos foi um dos fatores que impulsionou o crescimento do fluxo internacional de capitais, ao permitir que os investidores pudessem precisar preços e os riscos que estariam dispostos a assumir e aqueles dos quais gostariam de proteger-se (Eichengreen e Mussa, 1998)<sup>73</sup>.

Os defensores da liberalização financeira consideravam que ela promoveria a alocação eficiente dos capitais, em benefício, especialmente, dos países em desenvolvimento, que, por terem recursos mais escassos, receberiam fluxos de capitais em busca de maiores retorno (Modenesi e Modenesi, 2006, p. 64). Daí a recomendação no sentido de que os países em desenvolvimento acompanhassem as tendências liberalizantes dos países desenvolvidos<sup>74</sup>.

Paralelamente, nos Estados Unidos e, na sequência, em diversas jurisdições, a nova tecnologia dos *swaps*, concebida para a fuga das regras na esfera internacional e amparada no ideal de precificação e análise de riscos acuradas, adaptou-se e passou a ser aplicada também na esfera doméstica (Mehrling, 2011, p. 78).

Em exemplo dado por Mehrling (*idem*, pp. 79-81) a partir da realidade norte-americana, um investidor (A) adquire valor mobiliário emitido por uma companhia. Para mitigar o risco de crédito envolvido na operação, ele pode contratar *swap* com uma contraparte (B) que detenha um título público<sup>75</sup>. Isso implicaria que A pagasse os ganhos auferidos com o valor mobiliário a B, que lhe repassaria os valores percebidos em função de determinado título público em seu patrimônio. Como o valor mobiliário geralmente

---

<sup>73</sup> O caminho para minimizar os riscos decorrentes da negociação em separado de cada contratação de *swap* foi a padronização dos termos contratuais, por meio da elaboração de acordos-quadro (Master Agreements ou MAs) Stigum e Crescenzi (2007, pp. 878-879), dos quais o mais difundido é aquele conhecido como ISDA Master Agreement, elaborado pela International Swap Dealers Association (ISDA), uma entidade privada. No exemplo de Mehrling reproduzido no corpo do texto, acima, trata-se de *swaps* considerados simples ou *plain vanilla*, expressão inglesa comumente usada para designar versões básicas de instrumentos ou práticas financeiras, por oposição aos engenhos exóticos também encontrados nas finanças.

<sup>74</sup> Em 1997, o Comitê Interino, órgão deliberativo do FMI, aprovou emenda do Estatuto do organismo para incluir entre seus objetivos a liberalização de capitais. À época, Celso Pinto (1997) apontou que “*Vai levar tempo, talvez alguns anos, até ser formalizado, mas o princípio já está absorvido. (...) A proposta do Fundo, na verdade, admite controles transitórios, desde que aprovados previamente por ele e mantido o objetivo da liberalização*”.

<sup>75</sup> Títulos emitidos por governos são considerados seguros, pois, em regra, por possuírem capacidade de emitir sua própria moeda, não se espera que Estados se tornem insolventes.

paga uma remuneração maior do que o título do Tesouro, A, em regra, acabaria devendo pagar a B após as compensações. E caso a companhia emissora do valor mobiliário detido por A se tornasse insolvente, ele seria trocado pelo título público de B ou pelo equivalente em dinheiro. Assim, o risco de crédito seria transferido de A para B.

O investidor A também poderia contratar um *swap* com outra contraparte (C), por meio do qual trocaria a remuneração de seu valor mobiliário pela de um título público detido por ela. Nesse caso, A prometeria pagar a C a taxa de juro fixa que o Governo paga por seus títulos, e C pagaria a A a taxa de juro variável que o Governo paga no mesmo período por notas que emite. Como o título geralmente paga maiores taxas do que as notas, a liquidação das obrigações contrapostas indicará que A deve pagar valores líquidos a C. Esse pagamento funciona como o prêmio de um seguro, uma vez que, caso as taxas de juros variem em prejuízo de A, C assumirá as perdas relativas ao título.

Em ambas as hipóteses, portanto, A compraria proteção e deixaria de enfrentar os riscos de *default* e de variação das taxas de juros, respectivamente. A divisão dos riscos e a sua negociação em separado eram a chave para definir os seus preços com precisão e, assim, ampliar a eficiência de todo o sistema<sup>76</sup>.

Ademais, Mehrling (2011, p. 82) destaca que, embora os *swaps* implicitamente envolvessem empréstimos paralelos, eles não eram tratados como tais para fins regulatórios. Em consequência, tais derivativos foram adotados como um caminho para evitarem-se imposições regulatórias aplicáveis aos balanços dos bancos, notadamente aquelas relativas à presença de capital próprio e de padrões mínimos de liquidez.

Nessa fuga, segundo o autor, encontra-se a origem do *shadow banking system*, expressão que designa o conjunto de instituições não bancárias que desempenham atividades funcionalmente convergentes às dos bancos e as substituem, embora não se submetam às mesmas exigências regulatórias impostas a eles<sup>77</sup>.

No exemplo dado acima, C toma dinheiro emprestado a curto prazo e empresta a longo prazo – como um banco, expõem-se a riscos de liquidez e de solvência, sem que possam valer-se de instrumentos típicos da estrutura de regulação e supervisão bancárias,

---

<sup>76</sup> Mehrling, 2011, p. 79. No mesmo sentido, Carneiro e Goldfajn (2000), ao tratarem da securitização de hipotecas no Brasil, com base nas experiências norte-americana e chilena, afirmaram que “*a variedade dos instrumentos e dos respectivos graus de complexidade aumenta a probabilidade de que os papéis ofertados ofereçam rendimentos, prazos e fluxos de caixa esperados de acordo com as necessidades dos investidores potenciais*”.

<sup>77</sup> Greenwood e Sharfstein (2012) afirmam: “*Like traditional banks, shadow banks issued short-term, seemingly-safe and liquid claims to fund the purchase of longer-term, less liquid and more risky loans and securities*”. Segundo o Financial Stability Board (FSB), Comitê de Estabilidade Financeira, na sigla em inglês, o *shadow banking* representa hoje metade do sistema bancário global (ou US\$ 70 trilhões).

como a assistência financeira de liquidez e o seguro de depósitos.

A possibilidade de delimitação precisa de riscos e sua transferência era tida como um caminho para a ampliação da eficiência dos mercados financeiros. A separação e identificação precisa de riscos permitiria a melhor avaliação acerca dos retornos esperados e a diversificação de investimentos, estratégia fundamental para a proteção dos agentes econômicos e para a estabilidade financeira.

Com efeito, a transferência de riscos para entidades não integrantes do sistema bancário, por meio de derivativos e de outros instrumentos foi uma constante nas décadas que antecederam a crise financeira. Por exemplo, fundos mútuos abertos do *money market* aceitavam investimentos de clientes e os direcionavam a valores mobiliários de curto prazo e alta liquidez, oferecendo o que, para alguns, seria um substituto perfeito para depósitos à vista ou à curto prazo, com remunerações mais atrativas. Também as operações ativas dos bancos comerciais sofriam nova concorrência: empreendedores passaram a utilizar a emissão de *commercial papers* como instrumento para satisfazer sua demanda por empréstimos de curto prazo. Em termos gerais, elas passaram a acessar o crédito diretamente, sem a necessidade da intermediação (Kroszner e Rajan, 1993).

Um dos efeitos mais importantes das novas tecnologias financeiras foi a facilitação da securitização<sup>78</sup>. Por meio dela, um agente chamado de originador transfere fluxos de crédito – recebíveis de qualquer espécie, como parcelas de financiamentos imobiliários ou de veículos – a uma sociedade de propósito específico (SPE), que emite títulos vinculados à operação.

Quando ativos podem ser securitizados, sociedades que necessitem de crédito passam a poder optar entre contratar um empréstimo com um banco ou a emitir valores mobiliários lastreados em algum fluxo de crédito de que sejam credoras, o que pode ser um substituto menos custoso para os empréstimos bancários. No caso, dos empréstimos, o banco assumiria o risco de crédito da operação. Já na securitização, esse papel caberia aos compradores dos valores mobiliários.

A substituição dos negócios bancários tradicionais por novas operações e agentes gerou repercussões negativas para os bancos comerciais, cujas atividades se tornavam obsoletas diante das inovações ocorridas no mercado financeiro (Macey, 2000). Afinal, com

---

<sup>78</sup> Em inglês, *securities* significa valores mobiliários. E *securitization* é a emissão de valores mobiliários baseados em fluxos de crédito, tal como descrito no texto, a seguir. A sua prática permite que o credor na operação de que decorre o fluxo de créditos venda os recebíveis e, assim, disponha imediatamente de capital. A figura 1, abaixo, representa a estrutura da securitização e indica como se dá a transferência do risco de crédito daquele que originalmente o assume para terceiros.

o crescimento da liquidez de mercados para emissão e negociação de valores mobiliários, investidores passaram a ser capazes de trocar aplicações em bancos comerciais por outras no mercado de capitais.

Os prejuízos às atividades dos bancos comerciais tradicionais, a seu turno, geravam pressões para que fossem abandonadas as regulações rígidas a que essas instituições estavam submetidas. Alan Greenspan, presidente do Banco Central norte-americano, manifestou-se publicamente no sentido de que os governantes deveriam preocupar-se com o declínio da importância dos bancos, o que seria relevante para o crescimento futuro da economia e o bem-estar dos cidadãos (Macey, 2000).

Esse movimento surtiu efeito e a separação entre bancos comerciais e de investimento foi flexibilizada e, posteriormente, revogada quando da edição do Gramm-Leach-Bliley Act de 1999. Nas palavras de Macey (*idem*), a nova legislação foi uma medida de resgate (*bailout*) da indústria bancária.

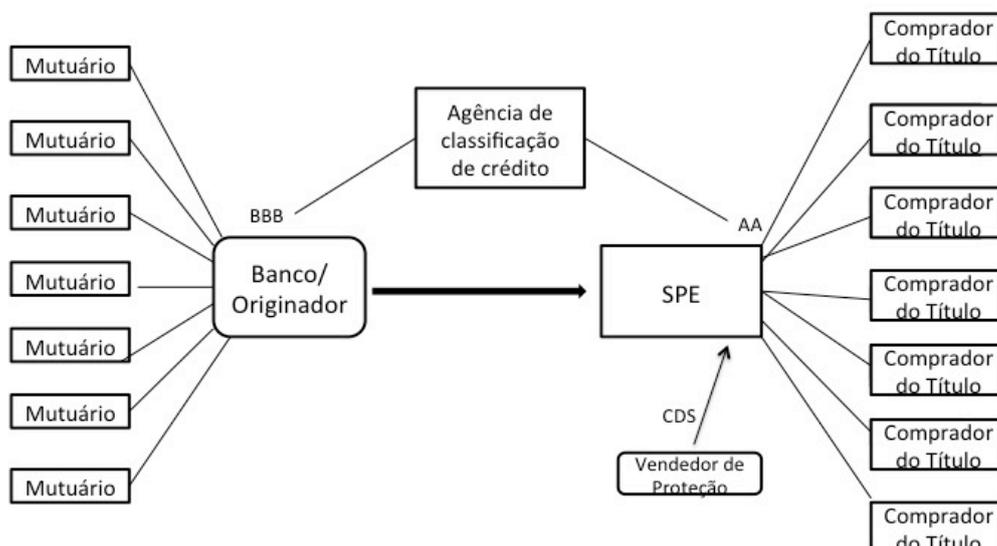
Então, a fim de voltarem a ser competitivos, reduzindo a taxa cobrada nos empréstimos que ofereciam e aproximando-se da remuneração paga pelos compradores dos valores mobiliários derivados da securitização, os bancos também passaram a realizá-la (Macey, 1993). Isso permitia que retirassem de seus balanços ativos que, por seu risco, demandavam a reunião de capital próprio, para atendimento aos requerimentos mínimos de capital exigidos pelos reguladores<sup>79</sup>.

A securitização praticada por um banco pode ser simplificada representada pelo esquema abaixo:

---

<sup>79</sup> Os requerimentos mínimos de capital são um instrumento regulatório cuja função é reduzir o risco de que, após firmarem contratos com seus depositantes, os bancos adotem posturas conflitantes com os seus interesses (o chamado risco moral). É que como o banco empresta a terceiros dinheiro que não é seu, mas de seus depositantes, ele tem incentivos para escolher empreendimentos arriscados, com alta remuneração, para alocar os recursos. Afinal, se a empreitada fracassar e o crédito tomado não for quitado, quem perde é o depositante, não o banco. Ao exigir que as instituições financeiras mantenham uma reserva de capital próprio para cada operação em que conceda crédito foi a forma encontrada pelos reguladores para fazer com que elas se comprometam com o sucesso de suas operações ativas - i.e. aquelas em que concedem crédito. A quantidade de capital próprio exigida para cada operação é definida de acordo com seu risco, razão pela qual se fala em ativos ponderados pelo risco. Atualmente, os requerimentos mínimos de capital são definidos nos Acordos da Basileia.

Figura 1: Representação da securitização de recebíveis



Fonte: Elaborado por Philipp Paech, professor da London School of Economics and Political Science, e traduzido livremente para o português.

O quadro deve ser lido da esquerda para a direita: o banco contrata empréstimos com os mutuários; as operações são anotadas no ativo da instituição financeira e têm seu risco classificado (por hipótese, com a nota BBB), uma vez que o cálculo dos requerimentos mínimos de capital impostos aos bancos depende da ponderação dos ativos pelo seu risco; ao invés de aguardar a liquidação final dos empréstimos, o banco os reúne e transfere a uma sociedade de propósito específico (SPE); a SPE divide o pacote de empréstimo em camadas, escalonando a qualidade dos ativos conforme o risco de *default* dos mutuários (o que não está indicado no esquema) e contrata derivativos que funcionam como um seguro contra o não pagamento das parcelas devidas por eles (*credit default swaps* ou CDS); a SPE, então, emite títulos vinculados ao empréstimo (chamados *asset-backed securities* ou ABS, na sigla em inglês).

Devido ao escalonamento dos ativos e à contratação do seguro/derivativo, considera-se que as camadas superiores dos títulos emitidos envolvem menos risco de crédito do que os empréstimos originalmente pactuados entre banco e mutuários. A boa classificação desses valores mobiliários atrai investidores institucionais, como fundos de pensão, fundos de

hedge e seguradoras. A rigor, tais entidades assumem o risco de crédito decorrente das operações inicialmente contratadas entre o banco e os mutuários.

Já as camadas inferiores oriundas do processo de ressecuritização por vezes eram ressecuritizadas e passavam pelo mesmo processo de reunião, divisão e contratação de CDS, dando origem a um novo ativo.

As vantagens dessa operação para o banco estão em que, além de receber o pagamento da SPE pela transferência dos ativos, ele deixa – total ou parcialmente, conforme as regulações de cada jurisdição - de estar obrigado ao atendimento de exigências regulatórias relativas aos empréstimos em referência. Dessa maneira, passa a dispor de mais recursos que podem ser destinados à oferta de crédito (BIS, 2011, p. 11)<sup>80</sup>.

Os empréstimos que concediam, então, não mais permaneciam anotados em seu balanço até que fossem finalmente liquidados. Com frequência, eram empacotados e transferidos a uma sociedade de propósito específico que emitia valores mobiliários neles lastreados. No limite, os bancos passavam a oferecer recursos a seus clientes já contando com a possibilidade de ceder os créditos de que dispunham a sociedades de propósito específico que emitiriam valores mobiliários com base nos créditos cedidos. Esse modelo de conduta dos bancos ficou conhecido como *originate-to-distribute*, em alusão a que, quando originavam os empréstimos, os bancos não tinham a expectativa de mantê-los anotados em seus respectivos balanços, o que reduzia os seus incentivos para realizar análise de risco rigorosa quando da oferta de crédito.

Inicialmente efetuada no mercado de financiamento imobiliário, a securitização difundiu-se e passou a ter por objeto recebíveis de cartões de crédito, de financiamentos de veículos, entre outros<sup>81</sup>.

Um dos problemas verificados nas operações de securitização e no *shadow banking system*, de maneira geral, não custa repertir, está em que, embora assumissem o risco de crédito oriundo do empréstimo originalmente contratado entre o banco e o seu cliente, as

---

<sup>80</sup> Ao menos uma observação adicional merece destaque: a transferência dos ativos do banco para a SPE é parte fundamental da securitização, pois é o que permite a emissão dos valores mobiliários e o que autoriza o banco a se desincumbir de exigências que importam custos regulatórios. Na forma como praticada originalmente nos EUA, essa transferência é feita por forma da denominada *true sale*. O risco de recaracterização dessa passagem dos ativos para a SPE sempre esteve presente para os agentes econômicos e é uma das razões a justificar o surgimento da securitização sintética. Nesta modalidade, os ativos não são transferidos à SPE; ela assume o risco de crédito ao contratar com o banco um derivativo (*credit default swap*) que funciona como um seguro contra a eventual inadimplência dos mutuários e, assim, melhora a qualidade do ativo detida pela instituição financeira, reduzindo as respectivas exigências regulatórias (Benjamin, 2007).

<sup>81</sup> Um exemplo curioso: em 1997, o músico David Bowie securitizou o que viria a receber pelos royalties referentes a seus álbuns. Os títulos emitidos nessa operação acabaram conhecidos como Bowie Bonds. Sobre a ampliação das hipóteses de securitização de recebíveis, cf. Davis (2009, p. 125).

entidades não bancárias não se submetiam a exigências regulatórias semelhantes às impostas às instituições bancárias.

Em suma, pode-se dizer, então, que a forma tomada pelo *shadow banking system* deveu-se à redução do custo do crédito por ele proporcionado e ao relativo consenso existente no último quarto do século passado acerca de que a saída de cena de exigências regulatórias permitiria a alocação mais eficiente do risco de crédito e, em consequência, o melhor funcionamento do mercado financeiro. E o novo modelo de finanças desenvolvido nos EUA acabou exportado para outros países.

De fato, um dos principais relatórios acerca da crise financeira, produzido pela Agência de Serviços Financeiros (Financial Services Agency ou FSA) do Reino Unido, aponta que cinco proposições fundamentais ao modelo neoclássico de mercados financeiros influenciaram abordagens regulatórias nos planos global e nacional – em graus distintos nos diferentes países. São elas: (i) que os preços de mercado são bons indicadores de valor econômico racionalmente medido; (ii) que o desenvolvimento do crédito securitizado, baseado na criação de mercados novos e líquidos, melhorou tanto a eficiência alocativa quanto a estabilidade financeira; (iii) que o risco característico dos mercados financeiros pode ser inferido de análises matemáticas; (iv) que a disciplina de mercado pode ser usada como ferramenta efetiva para limitar a tomada irresponsável de risco; e (v) que a inovação financeira pode ser considerada positiva, uma vez que a competição de mercado cuidaria de excluir inovações das quais não derivem bons resultados.

Em semelhante sentido, Simon Deakin (2013, p. 341) afirma que a ideia de que os mercados financeiros essencialmente seriam autoestabelecidos gozou de amplo suporte intelectual durante os anos 2000 e recebeu uma espécie de validação legal, na forma de legislação de desregulação e aceitação de fuga criativa (*creative avoidance*) do direito. De acordo com Deakin, presumia-se que a regulação jurídica constituiria impedimento à eficiência e que haveria benefícios em se permitir que agentes econômicos escapassem das regras e escolhessem quando e como segui-las.

Em França, ainda em 1989, foi editada legislação específica sobre a securitização. No ano seguinte, já se estruturavam operações do tipo garantidas por um pool de empréstimos para compra de carros na Inglaterra. Também em 1990 foi feita a primeira operação de securitização em liras, na Itália.

No Brasil, o marco legal da securitização de recebíveis no mercado de financiamento imobiliário foi a edição da Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997, que regulamentou o Sistema de Financiamento Imobiliário. Ela criou a figura das “companhias

securitizadoras”, a quem os ativos dos bancos podem ser transferidos por meio de cessão de crédito e que se responsabiliza pela emissão dos certificados de recebíveis imobiliários. O bem financiado é alienado fiduciariamente, e quando há a cessão de crédito para a securitizadora, transferem-se ao cessionário os direitos e obrigações inerentes à propriedade fiduciária em garantia, de maneira que ele continua a servir como garantia da dívida.

Posteriormente, após a regulamentação de uma nova figura integrante das operações de securitização, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução CVM n. 356, de 17 de dezembro de 2001, e com a edição de uma série de leis e atos normativos infralegais elaborados com o intuito de incentivar a sua prática<sup>82</sup>, a securitização de ativos tem sido praticada em diversas searas, como em financiamentos de veículos, em recebíveis comerciais, em faturas de cartão de crédito, no crédito consignado e em financiamentos ao agronegócio.

Como se vê, a influência da Hipótese dos Mercados Eficientes em muito ultrapassou a comunidade acadêmica norte-americana, para desempenhar papel de destaque no debate político em reformas regulatórias implementadas nos Estados Unidos e também ao redor do mundo. Isto, aliás, foi explicitamente reconhecido no relatório produzido pela Agência de Serviços Financeiros do Reino Unido (FSA, 2009) sobre a crise, citado acima:

[a] principal premissa por trás da regulação dos mercados financeiros – nos EUA, no Reino Unido e, cada vez mais, ao redor do mundo – tem sido a de que os mercados financeiros podem ser eficientes e racionais e que o objetivo central da regulação deve ser remover as barreiras que possam produzir mercados ineficientes e ilíquidos. Muitas análises teóricas e empíricas dedicaram-se a provar que, em mercados bem regulados e líquidos, o preço das ações segue rumos aleatórios (*random walks*), e que, assim, é impossível que se ganhe dinheiro com o emprego de conhecimento sobre padrões passados de movimento dos preços, já que os preços mudam assim que novas informações tornam-se disponíveis e são acessadas por uma vasta gama de participantes do mercado que atuam de modo independente. Pressupõe-se que esses participantes independentes são, em geral, racionais em suas avaliações e que, em consequência, o nível geral de preços tende fortemente ao equilíbrio racional (FSA, 2009)<sup>83</sup>.

---

<sup>82</sup> Segue um rol exemplificativo: Lei n. 11.196, de 21 de novembro de 2005, Lei n. 11.033, 21 de dezembro de 2004, Resoluções CMN n. 2.517 e n. 2.518, ambas de 1998, Resolução CMN 2.907, de 29 de novembro de 2001, Resolução CMN n. 3.308, ambas de 2005, Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009.

<sup>83</sup> Tradução livre do trecho “*The predominant assumption behind financial market regulation – in the US, the*

Contudo, se, por um lado, gozava de prestígio a tese de que os mercados com ampla informação disponível seriam eficientes independentemente de atuação estatal, por outro lado, também foi influente a noção de que, em países onde ainda não houvesse mercados bem estruturados, o Estado poderia desempenhar papel importante ao colocar em vigor um conjunto de instituições propício aos negócios financeiros e comerciais.

A próxima seção dedica-se a expor repercussões da perspectiva da dotação institucional no Brasil.

### **3.3. O Movimento “Law and Finance” e a Agenda da Regulação Financeira no Brasil**

Os contornos gerais da literatura da Law and Finance foram indicados acima, no Capítulo II, item 2.3.

Esta seção trata da influência, no Brasil, dos estudos publicados pelos autores que, a partir de evidências empíricas, procuram correlacionar crescimento econômico e desenvolvimento financeiro e buscam explicar a diferença, de um país para outro, nos graus de desenvolvimento dos mercados financeiros, a partir das instituições jurídicas adotadas<sup>84</sup>.

Em outros termos, trata-se de demonstrar como a noção de que o direito deve instrumentar o funcionamento dos mercados pautou reformas jurídicas levadas a efeito no Brasil.

Em estudo sobre o tema, Emerson Fabiani (2011) identificou que, durante a década de 1990, o pouco desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro foi associado a razões de ordem macroeconômica ou de viés concorrencial. Esse panorama alterou-se a partir de 1999, quando aos diagnósticos tradicionais somou-se um novo, a saber, o de que *falhas*

---

*UK and increasingly across the world – has been that financial markets are capable of being both efficient and rational and that a key goal of financial market regulation is to remove the impediments which might produce inefficient and illiquid markets. A large body of theoretical and empirical work has been devoted to proving that share prices in well regulated liquid markets, follow ‘random walks’, and that it is therefore impossible to make money on the basis of the knowledge of past patterns of price movement, with prices instead changing as new information becomes available and is assessed by a wide range of independently acting market participants. And the assumption has been that these independently acting market participants are in general rational in their assessments and that the overall level of prices as a result has a strong tendency towards a rational equilibrium”.*

<sup>84</sup> No plano internacional, os métodos de mensuração da qualidade do direito desenvolvidos pela Law and Finance foram adotados para embasar pesquisas comparativas sobre ambiente de negócios nos países membros do Banco Mundial e passaram a influenciar decisões de investimento de atores privados e da própria agência internacional (Fabiani, 2011, pp. 53-54). O Projeto Doing Business, criado em 2003 pelo Grupo de Desenvolvimento do Setor Privado do Banco Mundial encontra sua base metodológica em estudos da Law and Finance (idem).

*institucionais* seriam fatores fundamentais para a explicação da baixa relação crédito/PIB e do alto custo do crédito no País. Em diversas reformas institucionais levadas a efeito entre 1999 e 2006, o autor identificou a influência da Law and Finance sobre o direito brasileiro.

Algumas inovações jurídicas por ele analisadas diziam respeito a: (i) criação da cédula de crédito bancário, (ii) aumento do alcance da alienação e da cessão fiduciárias, (iii) reconhecimento do acordo para compensação de pagamentos, (iv) previsão legal do crédito consignado em folha de pagamento. A seguir, são apresentadas sinteticamente considerações de Fabiani encontradas na obra citada acima:

a) A Medida Provisória nº 1.925, de 14.10.1999<sup>85</sup>, criou a figura da cédula de crédito bancário, que conferia força executiva a promessas de pagamento em dinheiro feitas a instituição financeira em operações de crédito de qualquer modalidade (art. 1º). O *status* de título executivo estendido à cédula de crédito permitia que o credor insatisfeito passasse a ter acesso direto à via executiva do processo civil, sem ter de ajuizar processo prévio, de conhecimento, para discutir a relação jurídica subjacente à emissão do documento. Assim, Fabiani aponta que o credor ganhou em previsibilidade e em celeridade, preocupações caras à perspectiva da dotação institucional (*idem*, pp. 59-63);

b) As hipóteses de aplicação da alienação fiduciária em garantia<sup>86</sup> foram ampliadas pela Medida Provisória n. 2.160, de 28 de junho de 2001, e passaram a abranger coisas fungíveis nas operações praticadas no mercado financeiro. Estipulou-se, então, que também os bens móveis fungíveis eram passíveis de serem alienados fiduciariamente. O art. 22 daquela MP estabeleceu que, salvo disposição em contrário, passaram a ser atribuídas ao credor as posses direta e indireta do bem alienado em garantia. Afirmou, ainda, que a alienação fiduciária em garantia valeria contra terceiros em determinadas circunstâncias. Ademais, em caso de inadimplência do devedor, o dispositivo previu que o credor poderia vender o bem alienado fiduciariamente. De acordo com Fabiani, essas alterações reduziram o risco de contestação judicial quanto aos bens e direitos que podem ser objeto de alienação fiduciária e explicitaram a dispensa de formalidades ou o

---

<sup>85</sup> A Medida Provisória passou por várias reedições. Atualmente, a matéria encontra-se regulada pela Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, que prevê a mesma disciplina para as cédulas de crédito bancário.

<sup>86</sup> Figura introduzida no direito brasileiro pela Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Com o tempo, o âmbito de bens que poderiam ser objeto de alienação fiduciária foi ampliado para abranger as ações das sociedades anônimas (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), bens imóveis (Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997), e, finalmente, coisas fungíveis nas operações praticadas no mercado financeiro, o que se discute no corpo do texto.

envolvimento do Poder Judiciário na realização da garantia. Tais medidas contribuíram para aumentar a proteção dos credores quanto à previsibilidade de seus negócios jurídicos e quanto à celeridade de seu cumprimento.

c) Os acordos de compensação (*netting*) são relevantes no mercado financeiro e, em especial, nos mercados de derivativos. Isso porque é comum que os participantes desses mercados envolvam-se em diversos negócios entre si, ora como credores, ora como devedores. Quando se trata de duas contrapartes solventes, os acordos de compensação facilitam a liquidação das obrigações recíprocas (*payment netting*). E, caso uma delas se torne insolvente, o acordo de compensação limitará a exposição da outra contraparte ao valor encontrado após a compensação (*close-out netting*)<sup>87</sup>. Fabiani lembra que o objetivo desse tipo de acordo é evitar que, em processo de falência, o administrador judicial escolha, entre os contratos da massa falida, aqueles que serão cumpridos (prática denominada *cherry-picking*). O reconhecimento legal do acordo de compensações e sua previsão em um contrato específico inibem tal possibilidade. No Brasil, a afirmação da validade do acordo é fruto da Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001 (art. 7º) e da Medida Provisória n. 2.192, de 24 de agosto de 2001 (art. 30)<sup>88</sup>. Segundo Fabiani, ao limitar o *cherry-picking*, o direito é usado como meio para assegurar o atendimento das expectativas econômicas, priorizando a dinâmica das transações financeiras (*idem*, pp. 70-74);

d) A previsão do crédito consignado em folha de pagamento constante da Lei n. 10.820, de 17 de dezembro de 2003, aumenta o nível de proteção ao credor, pois o acesso direto à folha de pagamentos reduz o risco de inadimplência e os custos administrativos envolvidos no recebimento dos pagamentos devidos (*idem*, 74-78).

Além de haver inspirado tais reformas legais voltadas à redução do *spread* bancário, a literatura de Law and Finance ampara análises acadêmicas acerca do desenvolvimento dos mercados financeiros brasileiros.

---

<sup>87</sup> Para que isso seja possível, as jurisdições consideradas amigáveis às negociações financeiras determinam que as obrigações a serem compensadas sejam tidas por vencidas – e, assim, se tornem exigíveis e líquidas – no instante imediatamente anterior à decretação de quebra da contraparte. Dessa maneira, é possível que se realize o *close-out netting*, evitando que o credor de obrigações submeta-se ao regime concorrencial dos processos falimentares.

<sup>88</sup> A Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, confirmou a disciplina da matéria (v. art. 119, VIII).

Nesse sentido, Jairo Saddi (2007, p. 23) aponta que a razão para o Brasil não possuir mercado de capitais amplo, sofisticado e forte reside na ausência de instituições fundamentais para tanto. Em suas palavras:

A melhor explicação para o fato de países como o Brasil, apesar das recentes evoluções, não possuírem mercado de capitais amplos, sofisticados e fortes reside na ausência de instituições fundamentais que determinam um mercado de capitais capaz de funcionar como irrigador da economia sem a intermediação bancária. Bernard S. Black fala sobre algumas dessas instituições, num artigo interessante em que arrola as condições institucionais para um mercado de crédito forte, entre elas as barreiras assimétricas à oferta de títulos e valores mobiliários e a proteção aos acionistas minoritários – consideradas por ele as mais relevantes. O autor conclui seu artigo com evidência empírica sobre a convergência de tais instituições para o crescimento do mercado.

Quanto a reformas legais implementadas no mercado de capitais, a Lei n. 10.303, de 2001 – que tratou de diversos mecanismos de proteção dos acionistas minoritários, como a (re)definição do limite para emissão de ações preferenciais, a distribuição de dividendos relativos a elas, o direitos dos acionistas minoritários na alienação de controle (*tag along*) e a busca por maior efetividade do cumprimento de acordo de acionistas – é relacionada à literatura da Law and Finance por Érica Gorga (2004), embora a autora ressalte que os influxos inspiradores de tais alterações legislativas tenham se mostrado parcialmente distorcidos no resultado final da reforma.

## 4. A CRISE FINANCEIRA E SEUS EFEITOS SOBRE A REGULAÇÃO FINANCEIRA

### 4.1. Apontamentos Iniciais

Como visto no Capítulo 3, o panorama geral empregado para a análise de mercados financeiros não os diferencia de outros mercados para a troca de bens. Para a EMH, os mercados são horizontais e podem chegar a equilíbrio, o conhecimento é perfeito e não há problemas de liquidez. Dessa maneira, de acordo com Pistor (2012), modelos de “equilíbrio geral” desenvolvidos para a troca de bens em geral foram aplicados às finanças.

Semelhante perspectiva, segundo a qual os mercados tendem ao equilíbrio, rechaça a possibilidade de mercados autorregulados padecerem com crises. Ao contrário, presume-se que os recursos são alocados para seu uso mais eficiente, do que decorreria a possibilidade de expansão de recursos financeiros e a criação de uma situação de ganho geral (*win-win situation*): todos extraem benefícios da maior prosperidade. De acordo com essa perspectiva, em casos particulares, pode haver ganhadores e perdedores, mas a vitória e a derrota são determinadas pelo mérito (Pistor, 2012b).

Ainda de acordo com essa mesma visão dos mercados financeiros, os reguladores devem limitar-se à função de suprimir custos de transação<sup>89</sup> para garantir que os mercados se aproximem da forma como são imaginados (Pistor, 2012). Na concepção da HME, a nivelção dos concorrentes dá-se com a adoção das mesmas instituições para todos. Portanto, o objetivo de incrementar a eficiência do mercado seria atingido pela redução de custos de informação e pela remoção de outras distorções, a fim de permitir que as forças “naturais” pudessem produzir resultados ótimos.

Contudo, tais afirmações e as premissas nas quais se baseiam têm sido questionadas e revistas após o colapso do sistema financeiro norte-americano<sup>90</sup>, o que tem impulsionado diversos movimentos voltados à concepção e ao aproveitamento de novas categorias para análise dos fenômenos econômicos pertinentes e do papel a ser desempenhado pelo direito no campo.

O objetivo desta seção é voltar a atenção para considerações sobre a organização dos mercados financeiros distintas daquelas apresentadas pela HME. Para tanto, são exploradas abordagens segundo as quais, no mundo real, limitações de liquidez são

---

<sup>89</sup> O conceito de custos de transação é discutido na seção 2.2, acima.

<sup>90</sup> Julia Black (2013) compila muitas das críticas dirigidas às premissas da economia neoclássica e sua adoção nos mercados financeiros.

inexoráveis e produzem hierarquia entre os atores do mercado, de acordo com a distância que mantêm dos emissores de moedas fortes.

A seguir, o item 4.2 dedica-se a expor teorias segundo as quais os mercados financeiros tendem à instabilidade e são inerentemente hierárquicos. Por fim, no item 4.3, serão apresentadas repercussões dessa abordagem para os países emergentes, que, nas finanças internacionais, ocupam a parte inferior da referida escala.

## **4.2. Finanças e Hierarquia de Liquidez**

### **4.2.1. Mercados financeiros em geral**

Algumas das principais críticas dirigidas à regulação no pré-crise têm sido articuladas por economistas e juristas que não consideram os elementos típicos da HME – a saber, o acesso à informação, a avaliação de risco e a previsibilidade daí extraída – como sendo suficientes para realizar análises do funcionamento dos mercados financeiros e para traçar estruturas de sua regulação.

De acordo com a visão alternativa à HME, eventos futuros não podem ser completamente antecipados ou limitados por modelos ou estratégias construídos a partir da experiência presente, e alguma dose de incerteza sobre o futuro é inevitável.

Uma das mais importantes referências para a formação dessa visão alternativa é Hyman Minsky. Este autor considera que o fluxo de moeda é o elemento mais básico da economia. Isso porque todos os agentes estão sujeitos a que, eventualmente, o valor das obrigações exigíveis de si exceda os recursos a que têm acesso imediato. De acordo com a visão de Minsky, ainda que as unidades econômicas tenham um planejamento financeiro prudente, é possível que créditos que esperam receber não sejam quitados. Em consequência, tais unidades econômicas podem passar a enfrentar problemas de liquidez.

A necessidade de que a entrada de recursos em uma unidade econômica pelo menos iguale a saída de recursos é chamada por Minsky de *imposição de sobrevivência*. E, como é impossível que entrada e saída de recursos estejam sempre coordenadas, a limitação de sobrevivência acaba por envolver finanças (cf. Mehrling, 1999, p. 139).

Para Minsky, são as obrigações de dar dinheiro que estruturam uma série de interações realizadas de modo descentralizado, em mercado. Porém, a adequação entre receitas e despesas, o que ele define como coerência, é temporária e tênue, e não algo dado e

que possa ser definido em abstrato. Portanto, para manter o padrão de despesas alinhado às expectativas de faturamento é necessário ajuste contínuo.

Isso porque, com o passar do tempo, alguma alteração no balanço entre receitas e despesas é inevitável, pois as receitas de fato obtidas podem diferenciar-se das esperadas – em Minsky, a incerteza é tida como produto inseparável da livre evolução social<sup>91</sup>.

Referida variação no balanço entre créditos e débitos não possui apenas aspectos negativos. A possível alteração da razão entre receitas e despesas pode acarretar crescimento e desenvolvimento. Afinal, o crescimento econômico costuma ser gerado por despesas financiadas por meio de endividamento que comprometem receitas em um futuro incerto.

São as finanças que tornam o crescimento possível, ao proverem poder de compra presente para aqueles que o usam para expandir “as fronteiras do sistema”. E a tomada de crédito, *i.e.*, o recebimento de dinheiro mediante o compromisso de realizar pagamento no futuro, pode dar-se por diferentes formas – por contratos de mútuo, venda de ações e outros valores mobiliários, depósitos, apólices de seguro entre muitas outras, e, inclusive, pela criação de novos instrumentos, por inovação financeira, como aquelas que originaram o *shadow banking system*<sup>92</sup>, o que é uma marca dos sistemas baseados em mercado<sup>93</sup>.

De acordo com Minsky, a principal motivação para a inovação financeira é a possibilidade de lucro decorrente do gerenciamento de bens de produção com potencial para gerar renda. É dizer, o tomador do crédito emprega os recursos na aquisição de bens de capital e, com o faturamento de seu empreendimento, quita suas obrigações e obtém lucros.

Contudo, é de se notar que apenas quando a renda esperada realmente se concretiza é que o custo da tomada de crédito pode ser enfrentado. Caso o investimento não seja bem-sucedido, o devedor precisará de refinanciamento (Pistor, 2012).

Segundo Keynes, Minsky argumenta que, no processo de financiamento de investimentos, moeda é criada, e que, enquanto banqueiros e firmas, baseados em informação disponível, acreditarem que o crescimento da renda derivado do financiamento permitirá o

---

<sup>91</sup> Ele afirma: “*To eliminate uncertainty would be to eliminate freedom*” (apud Mehrling, 1999)

<sup>92</sup> No Capítulo 3, pode-se encontrar definição conceitual do *shadow banking system* e uma exposição sobre como ele se desenvolveu.

<sup>93</sup> Acerca da distinção entre sistemas baseados em mercado e sistemas baseados em bancos, Demirguc-Kunt e Levine (2001b, p. 2) afirmam que: “*In bank-based financial systems such as Germany and Japan, banks play a leading role in mobilizing savings, allocating capital, overseeing the investment decisions of corporate managers, and in providing risk management vehicles. In market-based financial systems such as England and the United States, securities markets share center stage with banks in terms of getting society’s savings to firms, exerting corporate control, and easing risk management*”.

seu pagamento, eles tenderão a disponibilizar fundos para novas empreitadas e para refinanciamento, aumentando a quantidade de moeda em circulação<sup>94</sup> (Pistor, 2012).

Por outras palavras, em tempos de crescimento, há espaço para relaxamento da imposição de sobrevivência a que se sujeitam os agentes econômicos. A expectativa futura é pelo aumento da renda dos tomadores de crédito e, portanto, pelo cumprimento das obrigações de pagar, assumidas por formas diversas e com distintos prazos de maturidade. Em consequência, os títulos representativos de tais obrigações gozam de boa aceitação, podendo ser usados como garantia para a tomada de crédito e, em boa medida, são considerados tão líquidos quanto a moeda.

Fenômeno próximo a esse ocorreu no sistema de financiamento imobiliário norte-americano. Nele, contratos de hipotecas com financiamentos em trinta anos, por exemplo, normalmente tinham prestações e taxas de juros estáveis e relativamente baixas nos dois ou três primeiros anos. No restante do prazo, por outro lado, a taxa de juros e, em consequência, as parcelas, eram reajustadas e elevadas. Enquanto os preços dos imóveis cresciam continuamente, era possível que os clientes das instituições financeiras renegociassem e rolassem suas dívidas. Afinal, o valor da garantia de que poderiam dispor aumentava, o que repercutia no montante do crédito que poderiam tomar. Tais contratos com garantia eram empacotados e transferidos para SPEs e lastreavam a emissão de valores mobiliários que gozavam de alta liquidez, dada a sua boa aceitação no mercado (Mayer, Pence e Sherlund, 2008, p. 20).

A princípio, portanto, o endividamento para a realização de investimentos ou mesmo, como no caso das hipotecas nos EUA, para a aquisição de bens, pode melhorar o balanço entre receitas futuras e despesas futuras. Isso, por sua vez, amplia a capacidade de endividamento das pessoas, que têm mais renda ou ativos mais valiosos para oferecer em garantia (Mehrling, 2011:68-9).

O problema está na inevitabilidade de que alguma receita futura não se concretize ou, no caso dos imóveis, que o seu preço não aumente. É que alguns investimentos são bem sucedidos, e outros não. E, tanto em um quanto em outro caso, os investidores endividados devem cumprir suas obrigações. Assim, ao contrário do que haviam planejado, algumas

---

<sup>94</sup> Quando um investimento é feito, ele permite um aumento proporcional ao seu tamanho na produção e por consequência haverá maior impacto sobre os ganhos. As receitas são então usadas de duas maneiras: uma parte transforma-se em poupança e a outra, em gastos. A parte poupada fica por um tempo indefinido fora do circuito do consumo enquanto a outra parte é reinjetada, o que estimula a produção, alcançando então os benefícios esperados, portanto, os tomadores de decisão são os principais determinantes do investimento. O estímulo da demanda por investimento, então, depende da propensão a poupar dos agentes econômicos. Quanto maior a parcela da renda do investimento é gasto, mais produção a é estimulada. Esse é o chamado multiplicador keynesiano.

unidades não conseguem relaxar suas limitações orçamentárias. Então, o balanço entre despesas e receitas piora, ao invés de melhorar, e pode tornar-se insustentável.

A expectativa de ultrapassar a “limitação de sobrevivência” alimenta a instabilidade e deixa para trás um resíduo de obrigações financeiras que ameaçam a continuidade do crescimento. Caso alguma entrada de receita esperada não se realize e, com isso, as obrigações de uma unidade econômica superem os recursos imediatamente disponíveis para pagá-la, ela tem três caminhos para corrigir seu balanço: postergar pagamentos a seus credores, buscar financiamento de curto prazo ou vender ativos para conseguir dinheiro. Se tudo falhar, ela não conseguirá cumprir suas obrigações e seus credores é que enfrentarão problemas em seus respectivos balanços (Pistor, 2012). Em síntese, o não cumprimento de negócios reduz o fluxo de caixa dos credores e ameaça a sua estabilidade, com possíveis reflexos sobre cadeias de obrigações.

Em cenários como esse, a exigência de cumprimento de todas as obrigações pode levar o sistema financeiro e a economia ao colapso. Decorre daí o que Pistor (2013, p. 26) chamou de “paradoxo direito-finanças” (*law-finance paradox*). É que, ao tempo em que as regras jurídicas dão credibilidade aos instrumentos financeiros, ao atribuir-lhes a possibilidade de execução forçada, o efetivo cumprimento de todas as obrigações jurídicas pactuadas no passado pode derrubar o sistema financeiro em tempos turbulentos.

Nos Estados Unidos, quando os preços dos imóveis dados em hipotecas começaram a cair na formação da crise de 2007-2008, muitos clientes tomaram ciência de que o valor que deviam aos bancos era maior do que o do imóvel financiado, o que gerou uma onda de *defaults*. Isso levou o preço dos títulos emitidos com lastros naquelas operações garantidas a cair vertiginosamente, pois os ganhos esperados pelos investidores que os compraram não se realizou. Por fim, muitos desses valores mobiliários, que antes gozavam de excelente classificação quanto ao risco que representavam, perderam sua liquidez (Mayer, Pence e Sherlund, 2008).

Para Minsky, a tendência à fragilidade decorre justamente da interação entre valorização de ativos e ampliação da capacidade de endividamento e conduz o estado financeiro de firmas e da economia da robustez à fragilidade<sup>95</sup>. Esse movimento é peça central

---

<sup>95</sup> “Finanças robustas” é expressão que se refere ao estado em que as obrigações são menores do que as receitas e o perigo de incoerência é remoto. Por outro lado, “Finanças frágeis” reporta-se a um estado no qual as obrigações de dar dinheiro são relativamente pesadas quando comparadas às receitas. Aqui, há risco de falhas no cumprimento de obrigações, as quais podem gerar o colapso (da coerência) do sistema.

da Hipótese da Instabilidade Financeira, como foi batizada<sup>96</sup> a sua análise do funcionamento do mercado financeiro.

O autor desenvolveu categorias para analisar o grau de fragilidade ou de robustez de uma economia. Ele chamou de finanças seguras (*hedge finance*) o arranjo em que as receitas de uma unidade econômica são adequadas para enfrentar todas as despesas previstas. Nas finanças especulativas, por sua vez, as despesas apenas podem ser liquidadas com a rolagem de parte dos débitos quando eles se tornam exigíveis. Por fim, finanças ‘Ponzi’<sup>97</sup> é uma forma precária de finanças especulativas, na qual não apenas o principal, mas também os juros das dívidas correntes deverão ser rolados (Mehrling, 1999).

Um aspecto problemático dos mercados financeiros, na visão de Minsky, está em que, num sistema no qual a maioria das transações possa ser considerada segura, a introdução de elementos especulativos cria vantagens competitivas. Os ganhos daí decorrentes, por sua vez, aumentam a demanda por ativos e, conseqüentemente, seu valor. Tais ganhos, assim como os esperados para o futuro, tornam as finanças especulativas acessíveis, pois se espera que as receitas cubram diferenças entre obrigações e renda esperada. E, se as condições econômicas permitem a rolagem repetida de débitos, pressões competitivas fazem com que mais unidades adotem o modelo especulativo de finanças.

Ao longo do tempo, portanto, as unidades econômicas passam de uma categoria para outra (seguras, especulativa, Ponzi). A identificação de oportunidades de lucros definem o caminho da robustez à fragilidade, o que, de acordo com Pistor (2012) evidencia o contraste entre a Hipótese da Instabilidade Financeira e a Hipótese dos Mercados Eficientes. Como as condições financeiras do sistema dependem da proporção de unidades em cada uma das categorias, mais finanças seguras implicam condições robustas, mais finanças especulativas, fragilidade.

Assim como, da HME e da literatura do movimento Law and Finance, extraem-se orientações para a regulação dos mercados financeiros – tipicamente, tais orientações têm sido: a correção de assimetria de informações e a adoção de regras consideradas propícias ao seu desenvolvimento, respectivamente<sup>98</sup> – também da Hipótese da Instabilidade Financeira podem ser derivadas recomendações de caráter jurídico.

---

<sup>96</sup> Minsky (1975).

<sup>97</sup> Em referência a Carlo Ponzi, que, nas primeiras décadas do século XX, nos Estados Unidos, colocou em prática uma fraude que envolvia uma série de operações para a captação de recursos de investidores que recebiam como rendimentos o dinheiro investido por outras pessoas, sem que qualquer receita fosse gerada por um negócio. Sobre o esquema Ponzi, cf. Kindleberger, Charles; Aliber, Robert. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic Books, 1989, pp. 86-89.

<sup>98</sup> Cf. Capítulo III desta dissertação.

Acerca do ponto, Pistor (2012) assinalou:

Em síntese, a teoria influencia a forma como os mercados são regulados, porque ela determina como os pensamos e define o escopo da regulação. Se há mais de uma teoria que nos ajude a compreender como os mercados financeiros operam e o que a regulação pode conseguir, é útil considerar seus respectivos méritos. (...) Diferentes teorias podem chegar a conclusões similares sobre determinadas matérias e, com isso, dar maior suporte a certa intervenção regulatória. Ademais, um menu de opções pode ser melhor do que ter apenas uma opção, especialmente quando, na última vez em que essa opção tenha sido oferecida, cuidados emergenciais acabaram se tornando necessários – ainda que não logremos estabelecer relação de causalidade entre os dois eventos. Por fim, mas não menos importante, em um mundo com tantas incertezas, a experimentação com múltiplas estratégias regulatórias pode resultar em melhores resultados do que se apostássemos todas as fichas em apenas uma carta<sup>99</sup>.

Nesse sentido, Minsky entende que os sistemas econômicos são resultados de escolhas sociais e arranjos institucionais que podem ser mais ou menos propícios à estabilidade (Pistor, 2012). De igual maneira, Pistor (2013, p. 26) sustenta que *“a propensão de um sistema financeiro a atingir o ponto de crise ou auto-destruição no qual apenas a suspensão de obrigações anteriormente assumidos pode salvá-lo é determinada pela maneira como ele foi construído”*<sup>100</sup>.

E, tomando como referência a Hipótese da Instabilidade Financeira, Pistor (2012b) identificou que a estrutura dos mercados financeiros em meados dos anos 2000

---

<sup>99</sup> Tradução livre de: *“In short, theory matters for how we regulate, because it determines how we think about markets and how we define the purpose of regulation. If there is more than one theory that helps us understand how financial markets operate and what regulation might accomplish, it is useful to consider their respective merits. (...) Different theories may come to similar conclusions on specific issues, thereby lending greater support to a particular regulatory intervention. Moreover, having a menu of options may be superior to a fixed course, especially if the last time the fixed course was on offer emergency care was required afterwards – whether or not we can establish causality between the two events. Last, but not least, in a world of so many unknowns, experimentation with multiple regulatory strategies may result in better outcomes than placing all bets on one card”*.

<sup>100</sup> Tradução livre de: *“The propensity of a financial system to reach the point of crisis or self-destruction at which only the suspension of ex ante commitments can save it is determined by how it is constructed in the first place”*.

decorreu de arranjos institucionais específicos, como a invenção das finanças estruturadas<sup>101</sup> e a opção por excluí-las da abrangência regulatória.

A criação dos valores mobiliários emitidos a partir da securitização (*asset-backed securities*), por meio da qual obrigações futuras poderiam dar origem a valores mobiliários, decorreu de políticas governamentais com diferentes objetivos e efeitos cumulativos implementadas no começo da década de 1970. De um lado, o Congresso norte-americano queria oferecer solução para problemas e crescentes pressões relacionados a moradia em grandes cidades, tornando a propriedade imobiliária acessível a famílias com baixa renda. Esse era o contexto subjacente à edição do Housing Act de 1968, à privatização da Fannie Mae e à criação dos valores mobiliários garantidos por hipotecas (*mortgage-backed securities* ou MBS, espécies de ABS), inicialmente para classes mais baixas. Subsequentemente, com a criação da Freddie Mac, as mesmas práticas foram transpostas para famílias de maior renda (*idem*, p. 5).

Paralelamente, o Tesouro norte-americano buscou limitar o controle regulatório da então recém-criada Commodity Futures Trading Commission (CFTC) sobre o mercado para derivativos cambiais. Quando o Congresso, em 1974, resolveu emendar o Commodities Exchange Act de 1936 para dar resposta ao crescimento de contratos de futuros (*futures markets*), ampliou a definição de futuros de modo a incluir “todos os serviços, direitos e interesses nos quais contratos para cumprimento futuro”<sup>102</sup>. Isso desencadeou a Treasury Amendment de 1974, que excluiu da previsão transações em moedas estrangeiras, valores mobiliários governamentais, hipotecas, operações compromissadas e diversas outras operações, a menos que tais transações envolvessem a venda com entrega futura conduzida em uma junta comercial (*board of trade*) (*idem*).

Cumulativamente, de acordo com Pistor, os dois arranjos institucionais moldaram e transformaram os mercados financeiros nos Estados Unidos: à invenção das hipotecas securitizadas seguiu-se a divisão do pacote de hipotecas em valores mobiliários com diferentes maturidades e taxas de juros; as técnicas de securitização e separação em camadas (*tranches*) de títulos garantidos foram transposta para outras classes de ativos; o crescimento exponencial do mercado de *commercial papers*<sup>103</sup> nas décadas seguintes esteve diretamente

---

<sup>101</sup> Finanças estruturadas (*structured finance*) é um termo normalmente empregado para fazer referência à combinação de técnicas como a da securitização e aquela que envolve derivativos.

<sup>102</sup> “all services, rights, and interests in which contracts for future delivery are presently or in the future dealt in”

<sup>103</sup> Pistor (2012b, p. 6) aponta que “[a]s researchers at the NY Fed have documented, ‘Commercial paper represented only 30 percent of the money stock measure (M1) in 1980. It overtook M16 in mid-1998 and, at its peak, was 60 percent larger than M1 in August 2007’”.

relacionado à tecnologia dos ABS, pois eles passaram a ser, cada vez mais, garantidos por ativos, dando origem aos *asset-backed commercial papers*.

Ademais, as tecnologias financeiras da securitização e dos derivativos foram combinadas na criação dos derivativos de crédito – o *credit default swap* (CDS) é o exemplo mais famoso. E a primeira transação envolvendo um CDS contou com a participação de um agente público, o Banco Europeu para Reconstrução e Desenvolvimento, o que, de acordo com Pistor (2012b, p. 7), indica a importância das parcerias entre o público e o privado no desenvolvimento de novos mercados.

A participação de atores públicos foi fundamental e marcada pela intenção de aproximar os mercados do mundo real daqueles imaginados em teoria. Ao invés de restringirem a expansão de liquidez no sistema, reguladores atuaram no sentido de seu relaxamento<sup>104</sup>. E, enquanto o CFTC frequentemente buscava ampliar sua supervisão sobre os mercados de derivativos, tribunais passaram a interpretar flexivelmente as exceções previstas no Treasury Amendment de 1974.

Os instrumentos e práticas financeiras inventados nos Estados Unidos, que geraram vantagens competitivas para a indústria financeira norte-americana, foram emulados mundo afora<sup>105</sup>. Isso se deu com o suporte de agentes públicos como governos e agências multilaterais cujo objetivo era facilitar o acesso a crédito pelos que fossem excluídos de operações de empréstimo bancário tradicionais.

Na síntese de Pistor (2012b)

Os mercados financeiros que colapsaram em 2008 não resultaram de um processo evolutivo natural. Eles tinham uma estrutura própria que pode ser remetida a arranjos institucionais específicos – a invenção das finanças estruturadas e sua exclusão do campo de supervisão regulatória. A hipoteca securitizada original, concebida para uma proposta determinada, foi

---

<sup>104</sup> Como aponta Mehrling (2011), na teoria econômica, assumia-se a ampla e constante liquidez de ativos.

<sup>105</sup> No mesmo sentido, Rachel Harvey (2013) afirma: “*One global market where researchers documented this dynamic of liberalization and reregulation was securities markets. The deregulation of these markets occurred through the abolition of fixed commission rates, weakening market segmentation, increasing product choice, and greater market access. While the United States (US) initiated these trends, market and financial firm competition; liberal ideology; domestic institutional dynamics; and pressure by foreign regulatory agencies sparked liberalization trends in Britain, Japan, Germany, and other countries. Instead of producing deregulated markets, state promulgated laws and supervision actually increased. Whether it was the formation of new agencies similar to the U.S. Securities and Exchange Commission, or the creation of laws banning insider trading, securities markets were reregulated. In many of these countries, it involved a shift from an informal regulatory style to more formal and explicitly codified systems in which there was a greater emphasis on strict disclosure laws, more precise definitions of fraud, and an increased willingness to monitor and prosecute wrong doing. This research on the reregulation of securities markets detailed how policy autonomy might have decreased, but the authority of states in securities markets grew in many countries.*”

combinada, transposta e recombinada ao longo do tempo por atores em busca de novas oportunidades de lucro e foi apoiada por agentes públicos como uma fonte de novas riquezas e prosperidade. Isso originou um sistema financeiro complexo baseado na negociabilidade crescente de ativos securitizados e de seus derivativos. Essa estratégia possuía apelo político: ela criou a ilusão de que a expansão financeira era um jogo em que todos ganhariam e, dessa maneira, as políticas para o setor não precisariam preocupar-se com temas polêmicos sobre distribuição. Dado o seu aparente sucesso nos Estados Unidos, os importadores e disseminadores dessas novas tecnologias estavam ainda mais desatentos quanto às suas potenciais consequências desestabilizadoras.<sup>106</sup>

#### 4.2.2. Mercado de câmbio

Quanto aos mercados cambiais, a participação estatal também foi fundamental à sua afirmação. Rachel Harvey (2013) lembra que, embora tenha sido creditado aos atores econômicos e a evoluções das comunicações e tecnológicas, o florescimento do que chama de “finanças globais”, em verdade, se deu por meio de cooperação internacional e da elaboração de normas jurídicas, um processo em que os Estados incentivaram o desenvolvimento daqueles mercados.

Segundo Harvey, conquanto a dinâmica da liberalização e das mudanças regulatórias nos mercados de valores mobiliários tenha sido bem documentada pela academia, o mesmo não ocorreu em relação ao desenvolvimento dos mercados cambiais, justamente os maiores e mais líquidos do sistema financeiro global. Ela destaca que o colapso do Sistema Monetário Internacional de Bretton Woods, a mudança para as taxas de câmbio flexíveis, a supressão dos controles de capital, medidas que exprimem a liberalização na área, não foram acompanhadas pela criação de entidades governamentais e não foram associadas a atuações dos Estados. Dessa maneira, em comparação com os mercados globais de valores mobiliários, os mercados cambiais seriam o exemplo mais definitivo da habilidade dos mercados

---

<sup>106</sup> Tradução livre de: “*the financial markets that collapsed in 2008 did not result from a natural evolutionary process. They had a particular structure that can be traced to specific institutional arrangements – the invention of structured finance and its wholesale exemption from regulatory oversight. The original securitized mortgage designed for a specific purpose was combined, transposed and recombined over time by market actors in the pursuit of new profit opportunities and were supported as a fountain of new wealth and prosperity by government agents. This gave rise to a complex financial system that relied increasingly on the tradability of securitized claims and their derivatives. This strategy had deep political appeal: It created the illusion that financial expansion was a win-win and that, therefore, politics did not have to concern itself with highly contested issues of distribution. Given their apparent success in the US, the importers and disseminators of these technologies were even more oblivious to their potentially destabilizing consequences*”.

financeiros de operarem independentemente de qualquer autoridade central.

Contudo, Harvey aponta que, a despeito dos citados aspectos que marcaram o desenvolvimento dos mercados cambiais, outras circunstâncias sugerem que os tais mercados podem estar sob o alcance das autoridades estatais. Além de estarem sujeitos à possibilidade de intervenções dos bancos centrais, eles são caracterizados por concentração geográfica e institucional: Nova Iorque e Londres respondem por aproximadamente 50% do total do volume de tais negócios. Somados os outros cinco grandes centros financeiros do mundo, a concentração chega a 80%.

Ademais, as negociações realizadas ocorrem em cerca de doze instituições em cada um dos centros financeiros dominantes, o que também enfraquece a noção de que tais mercados seriam dispersos. Aquelas instituições, por sua vez, formulam práticas de mercado e posições a respeito de políticas por meio de seu envolvimento em organizações quase públicas, como o Comitê de Mercados Cambiais (Foreign Exchange Committee), baseado em Nova Iorque. E apesar de as trocas poderem ser realizadas entre diversas moedas, o dólar americano é usado como uma das pernas na maioria das negociações.

Baseada nisso, Harvey (2013, p. 344) afirma que o mercado não é um “espaço eletrônico descentralizado”, ele é, sim, coordenado por um conjunto de instituições situadas em determinados territórios. E os arranjos ou regramentos dos mercados cambiais têm sido significativamente influenciados por ações estatais, embora tais circunstâncias não se refletiram nas análises acerca dos mercados cambiais.

A autora cita dois instrumentos *jurídicos* que demonstram a importância da autoridade estatal para a realização das trocas de moedas – o Treasury Amendment (TA) e os Master Netting Agreements (MAs). Ela descreve os processos de sua elaboração a fim de demonstrar como o direito exerce um papel constitutivo quanto aos mercados globalizados (Harvey, 2013).

Conforme visto acima, o TA restringiu os poderes da Commodity Futures Trading Commission (CFTC) quanto à regulação do mercado para derivativos cambiais. Uma regra editada pelo Estado, então, excluiu a exigência de supervisão de determinadas atividades, que, nem por isso, existiam num vácuo legal, uma vez que eram governadas por normas vinculantes, privadas e públicas. Nesse contexto jurídico, desenvolveu-se o mercado nova-iorquino para câmbio, que passou a responder por 17% do volume total das negociações do tipo realizadas no mundo.

O segundo instrumento jurídico, os MAs, foram parte de um esforço para combater distúrbios sistêmicos gerados pelo risco de crédito da contraparte nos mercados, *i.e.*,

o risco de que a parte de um negócio não cumpra suas obrigações contratuais. O ponto de destaque está em que a viabilidade daqueles contratos dependeu de suporte estatal, sem o qual eles não teriam ganho tração e se estabelecido entre os agentes econômicos.

Para a autora, embora o mais proeminente dos MAs, o modelo produzido pela International Swaps and Derivatives Association (ISDA), contenha cláusulas sobre o uso de árbitros privados, cortes nacionais foram consideradas mais efetivas quando se trata da resolução de disputas privadas. Harvey aponta que elas desempenharam papel crucial para garantir o cumprimento das práticas privadas formadoras dos contratos básicos da ISDA. Com efeito, diferenças quanto ao suporte estatal ao cumprimento dos contratos são apontadas como uma variável importante para explicar o sucesso dos contratos básicos do Comitê de Mercados Cambiais de Nova Iorque e o fracasso de tentativas similares, como aquela levada a cabo pela Câmara de Comércio Internacional. Ao comparar as duas experiências, Harvey destaca que, mesmo nos mercados financeiros “globalizados”, os Estados continuam sendo os garantidores e cumpridores de contratos e direitos de propriedade.

A autora prossegue a narrativa apontando que a garantia do *enforcement* dos MAs pelo Estado e o conseqüente emprego desses instrumentos em larga escala reestruturaram a liquidez do mercado. Inicialmente, isso se deu em razão da substituição da liquidação bruta – em que cada operação era liquidada em separado e, portanto, grosso modo, exigia das contrapartes a manutenção de recursos líquidos para quitar cada uma de suas obrigações - pela exposição das partes ao risco de crédito da contraparte pelas diferenças líquidas entre suas obrigações recíprocas. Num segundo momento, Estados, atores privados e quase-públicos conceberam uma ligação entre aqueles contratos e os requerimentos mínimos de capital exigidos das instituições financeiras nos termos do Acordo da Basileia I<sup>107</sup>. Alguns anos depois, semelhante entendimento foi incluído em padrões de contabilidade.

Por esses dois caminhos, os contratos básicos para negociação de derivativos reconfiguraram a liquidez nos mercados de câmbio. Tais contratos e seu cumprimento receberam suporte estatal, que foi essencial para a constituição desses ambientes institucionais. Conseqüentemente não seria possível presumir que os mercados de balcão para derivativos, onde os contratos referidos são negociados, afirmaram-se e passaram a operar de forma independente do Estado.

Baseada nessas constatações, Harvey conclui:

---

<sup>107</sup> O Acordo da Basileia firmado em 1988 (Basileia I) tinha (assim como os acordos que o sucederam, conhecidos como Basileia II e Basileia III) um caráter de *soft law* e estabeleceu normas prudenciais relativas à avaliação da exposição de instituições financeiras a risco de crédito em suas operações ativas.

Juntos, o TA e os Master Agreements demonstram a importância da execução estatal (*state enforcement*) para o mercado global de câmbio. Em consequência, conceitualizar o mercado como desregulado, em contraposição aos mercados globais mais regulados, como o de valores mobiliários, é problemático. Enquanto o relacionamento entre Estados e mercado de câmbio foi claramente modificado pela liberalização, a importância dos Estados nos mercados não desapareceu. Como os mercados de valores mobiliários, o mercado de câmbio esteve sujeito tanto à dinâmica da liberalização quanto à da rerregulação. Os Estados permaneceram, ademais, como o garantidor final de direitos [por meio do cumprimento forçado de obrigações]. Assim, ao tempo em que o mercado de câmbio pode estar mais próximo do ideal de um mercado financeiro global, ele não funciona fora do campo de operação dos Estados. Em verdade, o cumprimento forçado de obrigações (*state enforcement*) pelo Estado segue sendo um fator crucial na estrutura e no funcionamento até mesmo desse aparentemente desregulado mercado<sup>108</sup>.

O estudo de casos como os da Treasury Amendment e o dos contratos básicos de derivativos indica que o papel do direito vai além da liberalização de mercados. Na realidade, atores públicos e privados contribuíram para a preservação e a formação de arranjos institucionais desejados. Os mercados desregulados foram construídos juridicamente.

O debate acerca de tais arranjos institucionais ganha ainda maior relevância diante da constatação de que, em ambiente instável, em que obrigações podem não ser cumpridas imediatamente, nem todos têm acesso às mesmas fontes de liquidez.

Essa ideia é desenvolvida por Mehrling (2013) como um instrumento de análise dos mercados cambiais. Ele destaca que, para a visão dominante, intitulada financista, os preços praticados nas trocas de moedas refletem exclusivamente o valor das expectativas sobre os desenvolvimentos futuros dos dois países emissores. Segundo essa perspectiva, as

---

<sup>108</sup> Tradução livre de: “*Together the TA and the master netting agreements recover the importance of the state enforcement in the global foreign exchange market. As a result, conceptualizing the market as unregulated, in contradistinction to the more regulated global markets, such as securities, is problematic. While the relationship between states and the foreign exchange market was clearly altered by liberalization, the importance of states in markets did not disappear. Like the securities market, the foreign exchange market was subject to both dynamics of liberalization and reregulation. States remained, moreover, the ultimate guarantor of rights. Thus while the foreign exchange market might be the closest to the ideal of a global financial market, it does not operate outside the purview of states. In fact, state enforcement remains a critical factor in the structure and functioning of even this apparently ‘unregulated’ market*”.

taxas de câmbio teriam variação imprevisível, uma vez que as informações disponíveis seriam precificadas e as futuras, inéditas e, por isso, desconhecidas.

Mehrling propõe uma nova abordagem, denominada visão monetária das finanças, construída a partir do conceito de “imposição de sobrevivência”, originalmente desenvolvido por Minsky, conforme discutido acima. De acordo com o autor, quando se trata de fluxos de pagamentos, países deficitários precisam equilibrar suas contas com países superavitários.

Como a moeda de reserva (*reserve currency*) no mundo é o dólar norte-americano, os países deficitários, de modo geral, precisam de dólares, que podem ser adquiridos nos mercados cambiais. Caso não consigam fazê-lo, serão incapazes de cumprir as obrigações assumidas e algumas de suas transações serão canceladas.

O problema apontado por Mehrling (2013, p. 362) está em que as diferentes moedas ocupam posições distintas em uma *hierarquia*, que é influenciada de modo determinante pelos fluxos de caixa dos países, da seguinte maneira: um país superavitário, que goze de grande demanda, advinda dos demais, por seus bens e ativos não terá dificuldades com a imposição de sobrevivência. Ao contrário, esse país pode determinar qual moeda é aceitável para a liquidação e compensação de obrigações com os deficitários.

Em geral, a sua própria moeda será aceita e, em consequência, o fato de que os outros países podem usar a moeda do superavitário tende a elevar o status dela na hierarquia monetária internacional. Além disso, uma economia com saldo positivo em suas balanças também pode oferecer tratamento favorável a moedas emitidas por países que sejam ou não superavitários. Assim, a hierarquia das moedas segue, em parte, os interesses políticos dos Estados.

Nesse cenário, ao contrário de todos os outros membros da escala, o emissor da moeda mais forte não enfrenta a imposição de liquidez. Embora qualquer ator econômico possa emitir ativos voltados a substituir o ativo de maior liquidez, apenas agentes próximos ao topo da hierarquia terão seus ativos prontamente aceitos.

Embora no plano interno os Estados sejam os emissores de suas próprias moedas e, dessa maneira, não enfrentem problemas de liquidez, nos mercados cambiais, eles estão sujeitos à imposição de compatibilizar seu fluxo de caixa, e sua habilidade para relaxar os limites de sobrevivência daí decorrentes depende da aceitação de suas obrigações. Isso implica que os governos (uns mais, outros menos, segundo sua posição na hierarquia) devem preocupar-se com o balanço de suas despesas e receitas ao longo do tempo.

Tais circunstâncias refletem-se no mercado na forma de escalonamento de preços das moedas. Consoante Mehrling (2013, p. 363), essa hierarquia é indevidamente interpretada

como um prêmio para risco de contraparte, e não de liquidez. E esse “prêmio de liquidez” é uma fonte de lucro para os que estão próximos ao topo do hierarquia, em detrimento dos demais.

Em suma, os Estados não são todos atores que participam do mercado em um mesmo nível, eles estão organizados hierarquicamente. E a imposição de sobrevivência de cada um deles varia conforme a sua posição na hierarquia de liquidez

### 4.3. Centro e Periferia

Se a capacidade de sobrevivência das unidades econômicas depende da distância que mantêm das fontes de moeda de alta liquidez, o conjunto de instituições a ser adotado pelos países deve preocupar-se com o nivelamento dos atores econômicos, para garantir que o seu sucesso seja determinado por seu desempenho. Dessa conclusão podem ser extraídas duas ordens de ponderações capazes de influenciar a intervenção estatal nos mercados financeiros<sup>109</sup>.

A primeira delas diz respeito à prevenção contra a instabilidade, uma vez que, embora o grau de exposição dos atores à incerteza seja determinado pela estrutura dos mercados financeiros definida, em boa parte, por reguladores nacionais<sup>110</sup>, seus efeitos podem ser sentidos desigualmente em diferentes países. Em tese, quando se trata de mercados financeiros integrados, a instabilidade pode prejudicar atores distantes das fontes centrais de liquidez ainda que seja decorrente de opções regulatórias daqueles que se encontram mais próximos a ela.

Um possível reflexo da maior instabilidade pode ser a imposição de regras mais rígidas pelos reguladores nacionais, para evitar a exposição excessiva a risco dos agentes regulados em seus países. Por sua vez, o acréscimo de exigências regulatórias pode acarretar novas despesas para as instituições financeiras, aumentando seu custo de produção e, em consequência, o preço dos serviços que oferecem, relacionados à oferta de crédito. Como o crédito é um dos componentes dos custos de produção dos empreendedores em geral, o seu encarecimento potencialmente repercute no preço dos bens e serviços produzidos no país. O

---

<sup>109</sup> A distinção entre contenção de instabilidade e distribuição de custos decorrentes de crises feita a seguir é inspirada em Kathryn Judge (2013).

<sup>110</sup> O Anexo V do De la Rosiere Report (2009), relatório sobre a crise financeira de 2008 produzido no âmbito da União Europeia, apresenta um quadro discriminando as competências relativas à regulação e à supervisão dos mercados financeiros atribuídas a entidades internacionais e nacionais. O documento indica que grande parte daquelas tarefas é assumida por autoridades nacionais, o que corrobora o argumento empregado no corpo do texto.

processo pelo qual se dá a transmissão por cadeias contratuais de aumentos ou reduções de despesas é chamado por Castro (2015) de deflexão monetária interportfólio.

Considerações desse tipo revelam a necessidade de revisão da arquitetura financeira internacional<sup>111</sup>. Acerca do tema, Pistor (2012b) destaca que a convergência regulatória proposta por agências internacionais falhou na crise financeira de 2008 e reúne regras que podem não se adequar a países que estejam distantes do ápice da hierarquia de liquidez<sup>112</sup>.

O segundo conjunto de considerações relaciona-se à distribuição dos prejuízos decorrentes da instabilidade financeira. Depois da crise financeira, quando houve escassez de dólares nos mercados financeiros<sup>113</sup>, o Banco Central norte-americano firmou *swaps* cambiais com instituições congêneres estrangeiras, de modo a que os países beneficiados com esses acordos pudessem resguardar-se de efeitos da crise. O volume das operações variou e alguns países não lograram valer-se do socorro norte-americano<sup>114</sup>.

Pistor (2013, p. 17) identificou outras manifestações da hierarquia de liquidez. Nos Estados Unidos, os proprietários de imóveis adquiridos mediante financiamentos garantidos por hipotecas estavam na periferia do sistema financeiro norte-americano. Enquanto grandes intermediários financeiros receberam suporte de liquidez emergencial do Banco Central ou socorro do governo na forma de aportes financeiros (*bailouts*), os proprietários de imóveis enfrentaram insolvência e execução de suas obrigações nos termos da lei. Em situação ainda pior, de acordo com Pistor, encontravam-se os húngaros que financiaram a compra de imóveis. Dois terços de suas hipotecas eram pactuados em moeda estrangeira – euro ou francos suícos – e o valor dessas moedas subiu cerca de 40% em relação ao florim húngaro em meio à crise. No caso da Hungria, contudo, o governo interveio e forçou os credores a ajustar os financiamentos, compartilhando o risco cambial com os

---

<sup>111</sup> Sobre a reestruturação da arquitetura financeira internacional, Howard Davies (2014) considera que “*não há vontade política para criar um órgão que possa genuinamente policiar os padrões internacionais e evitar que os países entrem em uma desregulamentação competitiva - ou evitar que os bancos entrem em uma arbitragem de regulamentação. Parece que vamos precisar esperar pela próxima crise para que essa vontade apareça*”.

<sup>112</sup> Nas palavras de Pistor (2012b, p. 23): “*It is thus perhaps not all that surprising that regulatory harmonization based on best practice standards of those on the top of the hierarchy of the global financial system continues to be the name of the game – notwithstanding the fact that the IMF’s ‘international financial architecture’ conceived in the aftermath of the East Asian financial crisis based on these standards failed spectacularly in the global crisis. That these rules may not fit countries further down in the hierarchy is of little relevance as long as the costs of regulatory failure fall on their side of the fence*”.

<sup>113</sup> Sobre a escassez de dólares, veja-se McGuire (2009).

<sup>114</sup> Brad Setser (2008) comenta que “*some emerging market central banks have noticed that they – unlike the Bank of Japan, Bank of England, Swiss National Bank and the European Central Bank – don’t have access to unlimited dollar credit through reciprocal swap lines with the Federal Reserve*”.

financiados. Ao fazê-lo, Pistor aponta que os clientes bancários foram trazidos para perto do ápice da hierarquia do sistema financeiro do país.

A autora extrai daí a conclusão de que o mercado global de financiamento de propriedades imobiliárias se estrutura de maneira *hierárquica*, em que os proprietários/tomadores de crédito na periferia carregam não apenas o seu risco de crédito, como, frequentemente, também o risco cambial.

No plano internacional, há outras manifestações da repartição desigual dos custos decorrentes da instabilidade financeira. Obstfeld, Shamrebaugh e Taylor (2008) argumentam que grande parte da acumulação de reservas internacionais pelos países pode ser relacionada à intenção de prevenção contra fluxos intensos de saída de capitais, tal como ocorreu após a crise financeira de 2008, e as instabilidades daí decorrentes. Em trabalho mais recente (2009), os mesmos autores sugerem que países desenvolvidos têm menor necessidade de manutenção de reservas internacionais em razão de sua maior credibilidade política ou de terem acesso facilitado a crédito privado ou a linhas oficiais de *swap*.

A correlação entre o acesso a crédito e linhas de *swap* como aquelas ofertadas pelo Banco Central dos EUA após o estouro da crise de 2008 e o tamanho das reservas internacionais torna-se ainda mais relevante quando se observam os dispêndios decorrentes da manutenção dos recursos aplicados no exterior. Ao tratar do custo social da manutenção de reservas internacionais, Dani Rodrik (2006) lembra que a maior parte dos recursos nelas reunidos é aplicada em títulos do Tesouro norte-americano. E a manutenção desses ativos requer que ou o detentor das aplicações se endivide para obter recursos, comprometendo-se a pagar juros, ou deixe de obter os retornos decorrentes do emprego dos valores mantidos em reserva em outro investimento. Segundo Rodrik, para o conjunto dos países em desenvolvimento tomados como um todo, gastos com as reservas equivalem, anualmente, a cerca de 1% (um por cento) do Produto Interno Bruto. Essas circunstâncias reforçam a importância de debates sobre a distribuição dos custos decorrentes da instabilidade financeira.

E tais discussões compreendem a criação de válvulas de segurança para a periferia, de modo a atenuar a distância mantida em relação às fontes últimas de liquidez e os custos daí decorrentes<sup>115</sup> (Pistor, 2013). Em tal contexto podem ser entendidos os debates

---

<sup>115</sup> Pistor (2013, p. 16) notou que “*In general, law tends to be relatively elastic at the system’s apex, but inelastic on its periphery. It is thus at the periphery where default is most likely to result in involuntary exit. In contrast, at the apex where the very survival of the system is at stake, law tends to be more elastic by design and/or because the system’s ultimate backstop abrogates the discretionary power to do what it takes to rescue the system*”.

sobre reforma da governança do Fundo Monetário Internacional<sup>116</sup> e a criação de um fundo de reserva dos Brics, que poderá ser acionado em caso de contingências financeiras<sup>117</sup>.

Embora esses temas tenham ocupado algum espaço na agenda política nacional, a sua articulação em termos jurídicos ainda carece de desenvolvimento. Nesse sentido, um primeiro passo pode decorrer da constatação de que a criação de válvulas de segurança para os que estão na periferia é um modo de se contornar a hierarquia decorrente da distância em relação a fontes últimas de liquidez e, tanto quanto possível, influenciar a alocação dos custos decorrentes da instabilidade.

---

<sup>116</sup> Em 15 de julho de 2014, a Agência Brasil noticiou, sob a manchete “Países dos Brics defendem mudanças no Fundo Monetário Internacional”, que “*Os representantes dos países do Brics (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) defenderam a implementação de reformas do Fundo Monetário Internacional (FMI), para modernizar a estrutura de governança do órgão e refletir melhor o peso das economias emergentes. Na Declaração de Fortaleza, documento resultante da 6ª Cúpula do Brics, realizada hoje (15) em Fortaleza, os cinco países cobraram a revisão geral das cotas do FMI, sem atrasos*”.

<sup>117</sup> Segundo notícia publicada no sítio eletrônico do Banco Central do Brasil (2014), “*o Arranjo Contingente de Reservas dos BRICS (Contingent Reserve Arrangement, CRA) (...) complementa a rede de proteção financeira mundial, que conta atualmente com organismos financeiros multilaterais, como o FMI, acordos financeiros regionais e acordos bilaterais de swap, além das reservas internacionais dos países. O estabelecimento do arranjo, independentemente de utilização, proporciona benefícios decorrentes do fortalecimento da rede de segurança financeira global, apoiando dificuldades temporárias de balanço de pagamento de seus membros*”.

## 5. CONCLUSÃO

Circunstâncias relacionadas à crise financeira de 2008 e eventos ocorridos após a sua deflagração, como o suporte a determinados países prestado por meio de linhas de *swap* oferecidas pelo Banco Central norte-americano, indicam que as premissas sobre o funcionamento dos mercados financeiros adotadas pela chamada Hipótese dos Mercados Eficientes não são adequadas para fundamentar a análise dos reguladores e justificar as estratégias de intervenção estatal nesse campo.

A despeito de ter exercido grande influência sobre a regulação dos mercados financeiros ao redor do mundo nos anos que antecederam o colapso do sistema de financiamento imobiliário norte-americano, cujos efeitos foram sentidos em diversos outros mercados e países, a HME não explica as causas geradoras da situação de adversidade e tampouco as medidas de salvamento adotadas no pós-crise.

Em consequência, merecem ser revistas as implicações jurídicas daquela teoria, segundo as quais, quanto aos mercados financeiros, o papel do direito estaria limitado a um viés meramente instrumental, de facilitar o acesso à informação por parte dos agentes econômicos e corrigir eventuais falhas que distanciassem os mercados reais da forma como seriam idealmente pensados.

Também da literatura *Law and Finance*, que propõe correlacionar o desenvolvimento dos mercados financeiros à presença de instituições que definam claramente direitos de propriedade e garantam seu cumprimento célere e eficaz, não se extraem justificativas sobre como, no pós-crise, o direito, tipicamente, mostrou-se elástico no centro, com o relaxamento de obrigações assumidas anteriormente - e inelástico na periferia.

Por outro lado, identifica-se um movimento voltado a oferecer alternativas teóricas mais próximas à realidade para informar a atuação dos reguladores. Inserem-se aí as constatações acerca de que obrigações futuras podem não ser cumpridas, ainda que isso não seja esperado, bem como sobre o fato de que os agentes econômicos, para tornarem-se mais competitivos, podem aceitar o aumento de sua exposição não apenas ao risco, mas também à incerteza sobre o recebimento de pagamentos futuros. A tendência à instabilidade verificada a partir daí, que forma o cerne da Hipótese da Instabilidade Financeira, é uma alternativa à Hipótese dos Mercados Eficientes no que toca à análise do funcionamento dos mercados financeiros.

As afirmações de que a instabilidade é inerente aos mercados financeiros e de que a sua contenção depende da forma como a interação entre os agentes é estruturada pelos Estados a partir de opções legislativas e regulamentares com conteúdo político abrem novos caminhos para as elaborações jurídicas concernentes às finanças. No campo internacional, a desregulamentação competitiva passa a ser vista como uma estratégia capaz de amplificar a referida tendência aos problemas de liquidez.

Tais considerações ganham ainda mais destaque quando se observa que a instabilidade pode tornar-se insustentável, caso em que a manutenção da operação do sistema financeiro dependerá do relaxamento de determinadas obrigações. E a elasticidade de compromissos, se não alcança a todos, implica uma repartição desigual dos custos decorrentes de crises.

Sob as luzes dessas observações, ganham destaque medidas como a criação e o aprimoramento de válvulas de segurança para agentes localizados na periferia da hierarquia dos mercados financeiros, a que se fez referência na Seção 4.3.

Os temas da incerteza, do papel constitutivo do direito quanto aos mercados e da preocupação com a distribuição equitativa em concreto de custos podem ser remetidos aos debates mais amplos situados nas interseções entre direito e economia, notadamente ao Novo Direito e Desenvolvimento e, em especial, à Análise Jurídica da Política Econômica e seus instrumentos analíticos que focalizam o papel contratual da moeda em agregados contratuais ou portfólios e suas implicações para a efetiva fruição de direitos humanos e fundamentais por seus titulares. Afinal, a despeito de suas particularidades, as discussões sobre finanças e sua regulação relacionam-se a preocupações com a alocação e a distribuição de recursos que, sob a ótica estatal, não podem descuidar-se do bem-estar social e da fruição de direitos.

## BIBLIOGRAFIA

ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James A. *Why nations fail: the origins of power, prosperity, and poverty*. New York : Crown Business, 2012.

AGENCIA BRASIL. *Países do Brics defendem mudanças no Fundo Monetário Internacional*. Fortaleza, 15 de julho de 2014. Disponível em <http://agenciabrasil.ebc.com.br/internacional/noticia/2014-07/paises-do-brics-defendem-mudancas-no-fundo-monetario-internacional>. Acesso em 25 de fevereiro de 2015.

ALLEN, Franklin; and GALE, Douglas. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, The MIT Press, 2000.

BARTH, James R.; CAPRIO, Gerard; and LEVINE, Ross. *Rethinking Bank Regulation*. Cambridge : Cambridge University Press, 2005.

BAGEHOT, Walter. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. 1873.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Países membros do BRICS firmam acordo que cria Arranjo Contingente de Reservas*. 15 de julho de 2014. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pt-br/Paginas/paises-membros-do-brics-firmam-acordo-que-cria-arranjo-contingente-de-reserva.aspx>. Acesso em 26 de fevereiro de 2015.

BIS - BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT. Report on Asset Securitisation Incentives. July 2011. Disponível em <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>. Acesso em 15 de fevereiro de 2015.

BENJAMIN, Joanna. *Financial Law*. Oxford : Oxford University Press, 2007.

BLACK, Julia. Seeing, Knowing, and Regulating Financial Markets: Moving the Cognitive Framework from the Economic to the Social. *LSE Law, Society and Economy Working Papers 24/2013*. London School of Economics and Political Science, Law Department. Disponível em [www.lse.ac.uk/collections/law/wps/wps.htm](http://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/wps.htm). Acesso em 1º de dezembro de 2013.

BLINDER, Alan. *Bancos centrais: teoria e prática*. Trad. Maria Abrama Caldeira Brant. São Paulo: Editora 34, 1999.

BUCHANAN, JAMES M. An Economist's Approach to "Scientific Politics". In: *The Collected Works of James M. Buchanan*, Volume 13: Politics as Public Choice. Indianapolis, Liberty Fund, 2000. [1968]

- BUCHANAN, JAMES M. The Public Choice Perspective. In: *The Collected Works of James M. Buchanan, Volume 13: Politics as Public Choice*. Indianapolis, Liberty Fund, 2000. [1983]
- BURTON, Jonathan. Revisiting The Capital Asset Pricing Model (1998). Disponível em <http://web.stanford.edu/~wfsjarpe/art/djam/djam.htm>. Acesso em 25 de fevereiro de 2015.
- CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. A Securitização de Hipotecas no Brasil. Texto para Discussão n. 426. Departamento de Economia. PUC-Rio. Junho, 2000.
- CARNELL, Richard S.; MACEY, Jonathan R.; MILLER., Geoffrey P. *The Law of Financial Institutions*. Fifth Edition. New York, Wolters Kluwer, 2013.
- CARVALHO, FERNANDO J. CARDIM DE; SICSÚ, JOÃO. Controvérsias Recentes sobre Controles de Capitais Revista de Economia Política, vol. 24, nº 2 (94), abril-junho/2004. Disponível em <http://www.rep.org.br/pdf/94-1.pdf>. Acesso em 23 de dezembro de 2014.
- CASTRO, Marcus Faro de. Finanças, Política Econômica e Fruição de Direitos na Economia de Mercado: Alguns Desafios Contemporâneos. *Direito, Desenvolvimento e Democracia: Homenagem a José Eduardo Faria*. 2015. No prelo.
- CASTRO, Marcus Faro de. “Monetary Impacts and Currency Wars: A Blind Spot in the Discourse About Transnational Legal Orders?” Prepared for the Law and Society Association (LSA) 2014 Annual Meeting – Minneapolis, Minnesota – May 29 – June 1, 2014.
- CASTRO, Marcus Faro de. New legal approaches to policy reform in Brazil. *University of Brasília Law Journal*, v.1. n.1, 2013.
- CASTRO, Marcus Faro de. Análise Jurídica da Política Econômica. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*. Vol. 1, n. 1, dez. 2007. Brasília: BCB, 2009.
- CHANG, Ha-Joon. *Kicking away the ladder*. London: Anthem Press, 2003.
- COASE, Ronald H. The New Institutional Economics. *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, 1998.
- COASE, Ronald H. The institutional structure of production. *The American Economic Review*, Vol. 82, No. 4, 1992.

- COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. 1960. *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 (Oct., 1960), pp. 1-44.
- COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, 1937.
- COLANDER, David. THE DEATH OF NEOCLASSICAL ECONOMICS. *Journal of the History of Economic Thought*, Volume 22, Number 2, 2000, pp. 127-143 (130-132).
- DAVIES, Howard. A Aranha das Finanças. *Valor Econômico*. São Paulo, 17 de outubro de 2014.
- DAVIS, Gerald F. *Managed by the Markets: How Finance Reshaped America*. Oxford: Oxford University Press, 2009.
- D'AVOLIO, Gene; GILDOR, Efi; SHLEIFER, Andrei. Technology, Information Production, and Market Efficiency. *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 125-160, 2001.
- DE LA ROSIERE REPORT. The High-Level Group on Financial Supervision in the EU. Brussels, February 2009.
- DEAKIN, Simon. The legal theory of finance: Implications for methodology and empirical research. *Journal of Comparative Economics* 41 (2013) 338–342.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Ali; LEVINE, Ross. Financial Structure and Economic Growth: Perspectives and Lessons. *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. Edited by Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2001a, pp. 3-14.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Ali; LEVINE, Ross. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. Edited by Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2001b, pp. 81-140.
- DEWEY, John. *La Busca de la Certeza: un estudio de la relacion entre el conocimiento y la acción*. Fondo de Cultura Econômica, 1952.
- DEWEY, John. *The Public and its Problems*. Ohio University Press. 1954. (Originally published: New York, H. Holt, 1927)
- DEWEY, John. Logical Method and Law. *The Philosophical Review*, vol. 33, nº 6, November, 1924.

EICHENGREEN, Barry J. A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional. Tradução de Sergio Blum. São Paulo: Ed. 34, 2000.

EICHENGREEN, Barry J.; MUSSA, Michael. Capital Account Liberalization and the IMF. *Finance & Development*, December 1998, Volume 35, Number 4. Disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/12/eichen.htm>. Acesso em 12 de fevereiro de 2015.

FABIANI, Emerson. Direito e Crédito Bancário no Brasil.

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, Vol. 25, No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417.

FARIA, José Eduardo. Prefácio ao livro Direito e Crédito Bancário no Brasil, de Emerson Fabiani. São Paulo : Saraiva, 2011.

FSA - FINANCIAL SERVICES AUTHORITY. *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*. London, UK: The Financial Services Authority, March 2009.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier. Market Efficiency After the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. *Virginia Law Review*, Vol. 100:313, 2014, pp. 313-375.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier. The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias. Harvard, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper No. 446, 11/2003.

GREENWOOD, Robin; SCHARFSTEIN, David. The Growth of Modern Finance\*. July 2012. Disponível em [http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/growth\\_of\\_modern\\_finance.pdf](http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/growth_of_modern_finance.pdf). Acesso em 12 de janeiro de 2015.

GORGA, Érica. Direito Societário Atual. 1. Ed. São Paulo: Elsevier, 2013.

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

GORGA, Érica; GELMAN, Marina. O esvaziamento crescente do Conselho de Administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil. Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa. 2012. Disponível em [http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/1o\\_Colocado.pdf](http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/1o_Colocado.pdf). Acesso em 7 de janeiro

de 2015.

GUERRIEN, Bernard; GUN, Ozgur. Efficient Market Hypothesis: What are we talking about? *Real-World Economics Review*, issue no. 56, 2011. Disponível em <http://rwer.wordpress.com/2011/03/11/rwer-issue-56-guerrien-and-gun/>. Acesso em 18 de dezembro de 2014.

HALL, Peter; SOSKICE, David. *Varieties of capitalism: the institutional foundations of comparative advantage*. Oxford: Oxford University Press, 2001.

HARVEY, Rachel. The legal construction of the global foreign exchange market *Journal of Comparative Economics* 41 (2013) 343–354.

HIRSCHMAN, Albert O. “Grandeza e Decadência da Economia do Desenvolvimento”, in idem, *A Economia como Ciência Moral e Política*. São Paulo: Editora Brasiliense, 1986, pp. 49-80

HODGSON, Geoffrey M. Interview with Geoffrey Hodgson. *World Economics Association Newsletter* 2(6), December 2012, pp. 9-12. Disponível em <http://www.worldeconomicsassociation.org/files/newsletters/Issue2-6.pdf>. Acesso em 19 de fevereiro de 2015.

HODGSON, Geoffrey M. What is Wrong with Mainstream Economics? And How Could Economics be Improved? Foundation For European Economic Development. Disponível em <http://www.feed-charity.org/our-differences-with-mainstream-economics.htm>. Acesso em 20 de fevereiro de 2015.

HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass R. *The Cost of Rights: Why Liberty Depends on Taxes*. New York, W. W. Norton & Company, 1999.

HU, Henry T. C. Efficient Markets and the Law: A Predictable Past and an Uncertain Future. *Annual Review of Financial Economics*, volume 4, 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2144432>

HUNT, E.K.; LAUTZENHEISER, Mark. *History of economic thought: a critical perspective*. 3rd ed. New York, M. E. Sharpe, 2011.

KENNEDY, Duncan (2006). Three Globalizations of Law and Legal Thought: 1850-2000. *The New Law and Economic Development*. Edited by David M. Trubek and Alvaro Santos. Cambridge : Cambridge University Press, 2006.

KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment Interest and Money*. New York, Harcourt, Brace and Company, 1936.

KROSZNER, Randall S. and RAJAN, Raghuram G. Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933.

*American Economic Review*. July 1993.

JUDGE, Kathryn. Systemic Stability and Fairness: An Analysis of Pistor's Legal Theory of Finance. Columbia Law School Blue Sky Blog. July 2013. Disponível em <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2013/07/17/systemic-stability-and-fairness-an-analysis-of-pistors-legal-theory-of-finance/>. Acesso em 7 de dezembro de 2014.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 1998, vol. 106, no. 6.

LEVIN, Jonathan. General Equilibrium. 2006 Disponível em <https://web.stanford.edu/~jdlevin/Econ%20202/General%20Equilibrium.pdf>. Acesso em 22 de novembro de 2014.

MACEY, Jonathan R., The Business of Banking: Before and After Gramm-Leach-Bliley (2000). *Faculty Scholarship Series. Paper 1412*. Yale Law School Faculty Repository. Disponível em [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1412](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1412). Acesso em 15 de maio de 2014.

MACEY, Jonathan R. The Inevitability of Universal Banking. (1993). *Faculty Scholarship Series. Paper 1654*. [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/). Acesso em 29 de junho de 2014.

MAYER, Christopher J.; PENCE, Karen M.; SHERLUND, Shane M. The Rise in Mortgage Default. Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2008. Disponível em <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2008/200859/200859pap.pdf>. Acesso em 3 de março de 2015.

MCGUIRE, Patrick. The US dollar shortage in global banking. *BIS Quarterly Review*, March 2009.

MEHRLING, Perry. Essential Hybridity: A money view of FX. *Journal of Comparative Economics* 41 (2013) 355–363.

MEHRLING, Perry. *The New Lombard Street*. Princeton, Princeton University Press, 2011.

MEHRLING, Perry. The vision of Hyman Minsky. *Journal of Economic Behavior & Organization* Vol. 39 (1999) 129-158.

MILHAUPT, Curtis J. Global markets, domestic institutions : corporate law and governance in a new era of cross-border deals / edited by Curtis J. Milhaupt. Columbia University Press, New York, 2003.

MILHAUPT, Curtis J.; PISTOR, Katharina. Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development Around the World. The University of Chicago Press. Chicago and London : 2008.

MINSKY, Hyman P. Ph.D., "The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to 'Standard Theory'" (1975). Hyman P. Minsky Archive. Paper 38. Disponível em [http://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/38](http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/38). Acesso em 4 de janeiro de 2015.

MODENESI, André de Melo; MODENESI, Rui Lyrio. Controle de capitais: uma proposta de esquerda? Câmbio e Controle de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos. Jão Sicsú e Fernando Ferrari Filho. – Rio de Janeiro : Elsevier, 2006 – 2ª Reimpressão, pp. 57-85.

NORTH, Douglass C. *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge, Cambridge University Press, 1990.

NORTH, Douglass C. Institutions. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, Number 1, Winter 1991, pp 97-112.

OBSTFELD, Maurice; TAYLOR, Alan M. Globalization and Capital Markets. Working Paper 8846. National Bureau of Economic Research. March 2002. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w8846>. Acesso em 12 de maio de 2014.

OBSTFELD, Maurice; SHAMBAUGH, Jay C.; TAYLOR, Alan M. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008. *The American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twenty-First Meeting of the American Economic Association (May, 2009), pp. 480-486.

OBSTFELD, Maurice; SHAMBAUGH, Jay C.; TAYLOR, Alan M. Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves. *National Bureau of Economic Research Working Paper 14217*. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w14217.pdf>. Acesso em 12 de janeiro de 2015.

PAULA, L.F.; MARQUES, M.B. Tendências recentes da consolidação bancária no Brasil Revista Análise Econômica, v. 24, n. 45, p. 235-263, 2006.

- PESSÔA, Samuel de Abreu. Duas Agendas na Política Econômica. Folha de São Paulo. São Paulo, 21 de setembro de 2014.
- PINTO, Celso. Franco atira no FMI. Folha de São Paulo. São Paulo, 23 de setembro de 1997.
- PISTOR, Katharina. On the Theoretical Foundation for Regulating Financial Markets. Columbia Law School. Public Law & Legal Theory Working Paper Group. Paper Number 12-304. June 28, 2012.
- PISTOR, Katharina. Real vs. Imagined Financial Markets: The Regulatory Challenge. Paper prepared for the 3<sup>rd</sup> Annual INET Conference Berlin 10-12 April 2012b. Disponível em <http://ineteconomics.org/sites/inet.civicaactions.net/files/pistor-katarina-berlin-paper.pdf>. Acesso em 14 de outubro de 2014.
- PISTOR, Katharina. Legal Theory of Finance. Paper Number 13-348. Columbia Law School's Public Law & Legal Theory Working Paper Group. May 9, 2013.
- PRASAD, Eswar; RAJAN, Raghuram; SUBRAMANIAN, Arvind. The Paradox of Capital. Finance and Development – A quarterly magazine of the IMF. March 2007, Volume 44, Number 1.
- PRIEST, George L., "The Ambiguous Moral Foundations of the Underground Economy" (1994). Faculty Scholarship Series. Paper 626. [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/626](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/626)
- PUGA, F.P. Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial. [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/eco90\\_12.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/livro/eco90_12.pdf). Acesso em 23 de novembro de 2014.
- RAHMAN, K. Sabeel. The Glass-Steagall Act of 1933 and the Shifting Discourse of Financial Regulation. *The Journal of Policy History*, Vol. 24, No. 4, 2012, pp. 614-643.
- RICKS, Morgan. Money and (Shadow) Banking: A Thought Experiment. *Review of Banking & Financial Law*, Vol. 31, 2011-2012, pp. 731-748.
- RODRIK, Dani. The Social Cost of Foreign Exchange Reserves. Working Paper 11952. National Bureau of Economic Research. Massachusetts, January 2006.
- SADDI, Jairo. Crédito e Judiciário no Brasil: uma análise de Direito & Economia. São Paulo : Quartier Latin, 2007.

SALAMA, Bruno M. De onde viemos? Inovação e resposta regulatória na indústria bancária no pré-crise. *Revista Direito GV*, São Paulo 5(2), P. 325-342, Jul-Dez 2009.

SAMUELSON, Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, 6 *Industrial Management Review*, pp. 41-49, 1965.

SAUNDERS, Anthony. Securities Activities of Commercial Banks: The Problem of Conflicts of Interest. *Business Review of the Federal Reserve Bank of Philadelphia*. July/August 1985.

SETSER, Brad. Where is my swap line? And will the diffusion of financial power Balkanize the global response to a broadening crisis? *Blog Follow the Money*. October 18, 2008. Disponível em <http://blogs.cfr.org/setser/2008/10/18/where-is-my-swap-line-and-will-the-diffusion-of-financial-power-balkanize-the-global-response-to-the-broadening-crises/>. Acesso em 17 de outubro de 2014.

SHLEIFER, Andrei. Understanding Regulation. *European Financial Management*, Vol. 11, No. 4, 2005, 439–451.

SILVA, Virgílio Afonso da Silva. Ulisses, as Sereias e o Poder Constituinte Derivado: sobre a inconstitucionalidade da dupla revisão e da alteração no *quorum* de 3/5 para aprovação de emendas constitucionais. *Revista de Direito Administrativo* 226, out./dez. 2001. PP. 11-32

SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. William Benton, Publisher. Encyclopedia Britannica, Inc. Chicago, 1952.

STIGUM, Marcia; CRESCENZI, Anthony. *Stigum's Money Market*. Fourth Edition. New York : McGraw-Hill, 2007.

STREECK, W. The Crises of Democratic Capitalism. *The New Left Review*, Vol. 71, 2011, p. 5-29

SUNSTEIN, Cass. *Free Markets and Social Justice*. 1997.

The Economist. *Efficiency and beyond*. Jul 16th 2009. New York, From the print edition.

YAZBEK, Otavio. Os Derivativos e seu Regime Jurídico – Modalidades Contratuais, Problemas de Interpretação e Riscos Legais. *Temas de Direito Bancário e Mercado de Capitais*. Luiz Leonardo Cantidiano e Igor Muniz (Orgs.). Rio de Janeiro : Renovar, 2014.