

Da regulação em rede ingênua à sofisticada: Riscos e oportunidades no exercício privado de funções regulatórias

*From naive to sophisticated networked regulation: Risks and opportunities in
the private exercise of regulatory functions*

Submetido(submitted): 13 May 2021

Parecer(revised): 19 June 2021

Aceito(accepted): 4 July 2021

Artigo submetido à revisão cega por pares (Article submitted to peer blind review)

Licensed under a Creative Commons Attribution 4.0 International

Rafael Rodrigues Pessoa
de Melo Camara*

<https://orcid.org/0000-0002-5304-6980>

Abstract

[Purpose] *The purpose of this article is to identify risks of regulatory failures in a model based on the theory of networked regulation. The article presents guidelines for disciplining the private exercise of public functions of regulatory activity.*

[Methodology/approach/design] *This article describes the main features of John Braithwaite's theory of networked regulation, highlighting private participation in regulatory activity. The article will relate the theory to the experience of the United States in the regulation of the securities market. The article will seek to identify both the regulatory failures associated with the private exercise of public functions and the responses given by the United States to the failures observed.*

[Findings] *The article concludes that the private exercise of public functions presents significant risks of inadequacies, notably due to the potential conflict of interest. It also concludes that it is possible to deal with these risks through appropriate normative parameters.*

[Practical implications] *It is expected that the results found would serve as guidelines for the design of the normative framework necessary for the adoption of nodal governance in our country.*

Keywords: *Responsive Regulation. Networked Regulation. Nodal Governance. Experiences. Conflict of Interest.*

Resumo

[Propósito] O propósito deste artigo é identificar riscos de falhas regulatórias na adoção de modelo baseado na teoria da regulação em rede e apresentar diretrizes para disciplinar o exercício privado de funções públicas no contexto da atividade regulatória.

*Consultor Legislativo do Senado Federal e Advogado. É graduado e mestrando em Direito Regulatório pela Universidade de Brasília (UnB). Foi Procurador Federal. E-mail: rafael.rpmmc@gmail.com.

[Metodologia/abordagem/design] Este artigo descreverá as principais características da teoria da regulação em rede de John Braithwaite, destacando a participação privada na atividade regulatória, e relacionará a teoria à experiência dos Estados Unidos da América na regulação do mercado de valores mobiliários. O artigo buscará identificar tanto falhas regulatórias associadas ao exercício privado de funções públicas quanto as respostas dadas pelos Estados Unidos às falhas constatadas.

[Resultados] O artigo conclui que o exercício privado de funções públicas na atividade regulatória apresenta significativos riscos de inadequações, notadamente em razão de potencial conflito de interesses. Conclui, também, ser possível lidar com esses riscos por meio de parâmetros normativos adequados.

[Implicações práticas] Espera-se que os resultados encontrados sirvam de diretrizes para a concepção do arcabouço normativo necessário à adoção de uma governança nodal em nosso País.

Palavras-chave: Regulação Responsiva. Regulação em Rede. Governança Nodal. Experiências. Conflito de Interesses.

INTRODUÇÃO

A atividade regulatória, como toda atividade humana, é suscetível a imperfeições. Cabe ao regulador promover aperfeiçoamentos contínuos, a fim de reduzir as falhas e aumentar a eficiência regulatória. Cass Sunstein (1993, p. 74), em *After the rights revolution: Reconceiving the regulatory state*, classifica as falhas com enfoque na racionalidade regulatória, em falhas: a) na elaboração de normas, b) na implementação dessas normas ou c) na estrutura institucional do regulador. Falhas de regulação são caracterizadas por desvios que comprometem a racionalidade dessa atividade estatal, prejudicando o seu bom funcionamento (MEDEIROS, 2012, p. 63).

Falhas regulatórias podem concorrer para lesão a direito ou garantia fundamentais, tais como ofensa à igualdade de condições concorrenciais, a direitos do consumidor, do trabalhador e do meio-ambiente. Déficits regulatórios são verificados quando o Estado falha na condução do comportamento de agentes econômicos à conformidade com as regras previamente estabelecidas.

São exemplos de tragédias que poderiam ter sido evitadas por um ambiente regulatório adequado os acidentes com barragens de rejeitos de mineração e as mortes por asfixia em silos agrícolas no Brasil.

Em um intervalo de quatro anos, aconteceram no Brasil dois grandes acidentes causados por rompimento de barragens de rejeitos de mineração. Em 25 de janeiro de 2019, rompeu-se a barragem de Brumadinho, em Minas Gerais. Esse foi o maior acidente do trabalho em perdas de vidas humanas da história

do nosso País e o segundo, neste século, em todo o mundo (FELLETT e SOUZA, 2019). O rompimento da barragem de Brumadinho deixou 290 (duzentos e noventa) mortos e 11 (onze) desaparecidos (LEOCÁDIO, 2020).

Outro grande acidente relacionado à atividade de mineração aconteceu em 5 de novembro de 2015. O rompimento da barragem de Mariana, também no Estado de Minas Gerais, deixou 19 (dezenove) mortos (CHAGAS, 2019). O acidente da Mariana é o considerado o maior desastre ambiental da história do Brasil. Foram cerca de 62 (sessenta e dois) milhões de metros cúbicos de lama despejados no Rio Doce, que atingiram várias cidades dos Estados de Minas Gerais e do Espírito Santos (CHAGAS, 2019).

Ainda sobre acidentes de trabalho no Brasil, cabe mencionar as dezenas de mortes anuais, relacionadas à atividade agrária, que acontecem por asfixia em silos de grãos. As mortes ocorrem quando o trabalhador afunda na massa de grãos e é asfixiado. Ao caminhar sobre os grãos, sem os equipamentos de segurança de trabalho necessários, o trabalhador afunda nos grãos e não consegue voltar à superfície, como se fosse encoberto por uma areia movediça.

Segundo levantamento da BBC News Brasil, entre os anos de 2009 a 2018, foram 106 (cento e seis) pessoas mortas em silos de grãos no País (FELLETT, 2018). Esse levantamento considerou apenas casos noticiados pela imprensa, o que indica que as ocorrências sejam ainda mais numerosas, pois nem todas as mortes são divulgadas (FELLETT, 2018). Os números colocam a atividade em silo como uma das atividades com mais acidentes fatais no Brasil (FELLETT, 2018).

Em comum entre esses acidentes, há indicativos de que falhas na fiscalização das condições em que a atividade econômica é desenvolvida contribuíram para as suas ocorrências¹.

Os relatos de inadequações na implementação da norma e na estrutura fiscalizatória nas atividades em silos agrícolas e de mineração apenas ilustram a existência de um déficit regulatório em nosso País. Fiscalizar adequadamente atividades econômicas reguladas custa caro, depende de destinação de verbas no orçamento, já bastante comprometido com a execução dos inúmeros deveres impostos ao Estado pela Constituição Federal.

De fato, a atividade regulatória demanda recursos para, por exemplo:

- instruir processos de autorizações, permissões e concessões;
- obter informações necessárias à atividade regulatória;
- fiscalizar o cumprimento das normas;
- realizar licitações;
- fiscalizar os contratos;

¹Sobre as falhas no sistema de segurança de barragens no Brasil, consultar ABU-EL-HAJ, 2020, obra citada na bibliografia.

- aplicar sanções;
- arrecadar os valores de multas aplicadas; etc.

Não é de se esperar que um Estado que mal consegue prover sua população de serviços públicos essenciais, como educação, saúde e segurança, consiga exercer com nível de excelência a atividade regulatória.

Para enfrentar a realidade de déficits regulatórios em países de economia em desenvolvimento, John Braithwaite recomenda a adoção da regulação em redes nodulares ou por governança nodal.

A premissa da regulação em rede para países em desenvolvimento é de que é preciso desonerar a estrutura da regulação estatal, por meio da participação atores privados na atividade regulatória. Trata-se de uma estratégia que mobiliza formas mais baratas de controle social do que o comando e controle do Estado (BRAITHWAITE, 2006, p. 887).

Acontece que o exercício privado de funções regulatórias também pode apresentar falhas regulatórias. Os Estados Unidos da América têm longa experiência em compartilhar atividades regulatórias entre o Estado e particulares. A experiência estadunidense revela haver sérios riscos de ofensa ao devido processo legal, notadamente em razão de conflito de interesses nas atividades do agente regulador privado, caso a delegação de funções públicas a particulares não tenha sido bem disciplinada.

Não é objetivo deste artigo analisar os requisitos e os impedimentos para o exercício privado de funções públicas fixados pela jurisprudência do Supremo Tribunal Federal e do Superior Tribunal de Justiça.

Pretende-se demonstrar neste trabalho que o exercício de atividades regulatórias por particulares deve se submeter a parâmetros bem desenhados. A adoção da regulação por governança nodal não deve ser realizada de forma ingênua, incauta. Ao reverso, a adequação constitucional do exercício privado de funções regulatórias depende, necessariamente, de levantamento de riscos e da adoção de regras apropriadas para lidar com os riscos identificados.

A primeira parte deste artigo descreve a teoria responsiva e a regulação em redes nodulares, tomando-se como suporte as lições de John Braithwaite. São identificadas as principais características da regulação em rede, com destaque para a atuação de particulares na atividade regulatória. Ainda nesse tópico, são apontadas as vantagens da regulação em rede para países de economia em desenvolvimento.

A segunda parte do artigo analisa um caso concreto de atividade regulatória desenvolvida por particulares: a regulação de valores mobiliários estadunidense. Nessa análise, são identificados os desafios concretos de inadequações regulatórias, com o objetivo de demonstrar os riscos da regulação da governança em rede adotada de forma incauta.

Por fim, o artigo correlaciona a experiência estadunidense na regulação de valores mobiliários com a teoria da regulação em rede de Braithwaite, concluindo que essa forma de regulação pode ser estratégia adequada para superar déficits regulatórios em países de economia em desenvolvimento, desde que sejam corretamente enfrentados os riscos derivados do exercício de atividades regulatórias por particulares.

DA REGULAÇÃO EM REDES NODULARES

A teoria responsiva é alvo de algumas críticas. Dentre elas, podem-se destacar as críticas no sentido de que a teoria não é aplicável em países de economia em desenvolvimento e de que a aplicação da teoria aumenta os riscos de captura indesejável do agente regulador.

Para os seus críticos, a maior interação entre regulados e reguladores, preconizada pela teoria responsiva, facilita a interferência prejudicial de agentes econômicos sobre o regulador. Além disso, a maior discricionariedade na aplicação da sanção, também defendida pela teoria responsiva, é fator de risco para o aumento de corrupção.

Para responder a essas críticas, Braithwaite defende a regulação em redes, ou por governança nodal, como a forma adequada para superar os déficits regulatórios em países de economia em desenvolvimento (BRAITHWAITE, 2006, p. 884).

Braithwaite (2006, p. 884) parte da constatação de que países em desenvolvimento têm, em sua maioria, menos supervisão de Organismos Não Governamentais (ONGs) e movimentos sociais para se mobilizar, menos capacidade regulatória do Estado e menos costumes comerciais de integridade estabelecidos.

Em economias em desenvolvimento, a capacidade de resposta regulatória, tanto do Estado como da sociedade civil e dos mercados, é deficitária. Países em desenvolvimento têm mercados mais fracos que impedem o desenvolvimento da capacidade do Estado e um Estado mais fraco que impede o desenvolvimento de todas as outras instituições, incluindo as instituições da sociedade civil que podem compensar as falhas dos Estados (BRAITHWAITE, 2006, p. 886).

Estado forte, sociedade civil forte e mercados fortes possibilitam capacidades de governança de outras instituições. Há, nessa passagem, a ideia de que cada instituição forte fortalece outras instituições, em uma constante atividade de fortalecimento recíproco.

A premissa da regulação em rede para países em desenvolvimento é de que é preciso desonerar a estrutura da regulação estatal, por meio da participação atores privados na atividade regulatória. Trata-se de uma estratégia que mobiliza

formas mais baratas de controle social do que o comando e controle do Estado (BRAITHWAITE, 2006, p. 887).

A própria concepção clássica de regulação responsiva é forma mais adequada de se regular em economias em desenvolvimento. De fato, mesmo sem estruturar a regulação em rede, adotar uma forma responsiva de regulação é mais eficiente do que a regulação lastreada majoritariamente em comando e controle.

Segundo Braithwaite (2006, p. 888), as pirâmides responsivas têm a capacidade de atenuar o problema de capacidade do sistema em aplicar punições, tornando o processo disciplinar mais barato, por meio da seleção de menos casos sujeitos à punição. As pirâmides responsivas têm a função de promover a autopunição dos agentes regulados na base da pirâmide e, caso não haja essa autopunição, deve haver uma punição estatal mais severa no topo da pirâmide. A mensagem passada aos regulados é a seguinte: comporte-se adequadamente, use seus mecanismos de controle interno, do contrário, o Estado aplicará punições severas.

A regulação responsiva torna a regulação mais barata tanto para o agente regulado como para o regulador. É mais barato para a empresa por exemplo, concordar com pagamentos às vítimas, realizar serviço comunitário, pagar por novos sistemas de conformidade corporativa (BRAITHWAITE, 2006, p. 888) e promover reflorestamento, do que se sujeitar ao processo administrativo sancionador estatal.

Para o Estado, a regulação responsiva torna a atividade regulatória mais barata ao reduzir a quantidade de ações suscetíveis à aplicação de sanções. O processo sancionatório será reservado para situações graves, com previsão de penas severas. Nas palavras de Braithwaite (2006, p. 888):

Essa característica da teoria da regulação responsiva é atraente para os países em desenvolvimento. Precisamente porque a regulação responsiva lida com o fato de que nenhum governo tem a capacidade de fazer cumprir todas as leis. É útil pensar sobre a regulação em países em desenvolvimento com fraca capacidade de constrangimento. Sim, certas capacidades mínimas devem ser adquiridas, mas então a teoria mostra como essa capacidade limitada pode ser focada e alavancada (tradução nossa).

Nesse sentido, a própria concepção clássica da teoria da regulação responsiva é adequada para reduzir déficits regulatórios em economias em desenvolvimento. Mesmo que a regulação não se valha da rede, concentrando as funções regulatórias no agente estatal, adotar mecanismos de incentivo na base da pirâmide e reservar as hipóteses de punições para casos mais severos já seria uma forma mais eficiente de se regular se comparada com a regulação baseada majoritariamente em comando e controle: *[e]ssa é a ideia de que nenhum regulador tem recursos para fazer cumprir a lei de forma consistente*

em todas as áreas e, portanto, recursos limitados de fiscalização precisam ser focados no pico da pirâmide de fiscalização (BRAITHWAITE, 2006, p. 896, tradução nossa).

Todavia, para além da pirâmide de incentivos e sanções, Braithwaite propõe a aplicação de uma característica da regulação responsiva para economias em desenvolvimento: a regulação em rede.

Pode-se afirmar que a governança nodal, caracterizada por regulação em rede, é um desdobramento da teoria clássica da regulação responsiva, um aprofundamento dessa teoria. A regulação em rede é apresentada por Braithwaite como forma de regular especialmente adequada para economias que apresentam significativos déficits regulatórios.

Entre as recomendações para economias em desenvolvimento, Braithwaite (2006, p. 894) destaca a fiscalização de entes reguladores por nós de governança, a autorregulação regulada e a *qui tam action*. A *qui tam action* é forma de participação de particulares na persecução de multas sancionatórias. Reconhece-se a legitimidade de particulares de perseguir administrativa ou judicialmente a imposição de sanções a agentes econômicos infratores. Em compensação, o caçador de recompensa pode receber uma parcela da condenação que normalmente varia entre 15 (quinze) e 25% (vinte e cinco por cento) (BRAITHWAITE, 2006, p. 895).

A *qui tam action* não será aprofundada neste artigo. Trata-se de tema controvertido e de discutível compatibilidade com nossa Constituição. Seria necessário um trabalho específico para tratar dessa temática. Este artigo concentrará a análise na recomendação baseada na atuação de agentes privados na atividade regulatória, especialmente na regulação exercida por particulares, com manifestação de funções públicas.

Marcio Aranha e Othon Lopes (2014, p. 244) apontam que a regulação em redes nodulares foi desenvolvida por Drahos, e tem inspiração no conceito de redes de Manuel Castells, no artigo intitulado *Materials for an Exploratory Theory of the Network Society*. Nós, para Drahos (2004 *apud* ARANHA e LOPES, p. 244), seriam os *meios organizacionais específicos, por meio dos quais são concentrados recursos de múltiplas redes para produção de ação*.

Nó, aqui, é empregado no sentido de *enlaçamento de fios, de linhas, de cordas, de cordões, fazendo com que suas extremidades passem uma pela outra, amarrando-as*². Para a confecção de redes, é preciso conectar os fios ou as cordas em nós, formando uma malha. O termo regulação por redes nodulares representa uma metáfora para descrever uma estrutura em que diversos núcleos exercentes de atividades relacionadas ao fenômeno regulatório estão

²Dicionário Online de Português. Disponível em: <https://www.dicio.com.br/no-2/>. Acesso em: 30 abr. 2021.

conectados, contribuindo para a consecução das finalidades regulatórias. Os nós representariam as unidades de tomadas de decisões ou de fiscalização regulatórias e os fios representariam o fluxo de informações entre os núcleos.

Os nódulos também representam pontos de intersecção entre agentes regulados. São núcleos exercentes de funções regulatórias que traduzem um ponto de convergência de múltiplos agentes regulados.

Quer o termo regulação por redes nodulares representar uma forma de regular distinta da concentração regulatória estatal, por meio da descentralização do poder e de atividades regulatórias. Os diversos núcleos mantêm contínuo fluxo de informações. Nessa forma de regular, há constante cooperação, por meio de interações entre reguladores e regulados e entre os próprios reguladores.

Na malha, não existe um único agente regulador, mas uma multiplicidade de fontes regulatórias que interagem entre si e gozam de autonomia mitigada. Nessa forma de regular, podem ser citadas, exemplificativamente, como fontes de regulação, ou unidades fiscalizatórias de atividades regulatórias, a) o próprio agente econômico, em autorregulação em sistemas de controles internos; b) entes associativos que representam a autorregulação voluntária; c) entes privados incumbidos da autorregulação regulada; d) organizações não governamentais; e) órgãos e entidades da administração pública que exercem a regulação estatal e; f) entes reguladores privados que exercem função pública por delegação estatal.

Essa forma de regular, descentralizada, em cooperação entre os diversos atores regulatórios, e em que o Estado preserva a titularidade do poder extroverso, tem como marca a fluidez e a contingência (CUNHA e VERONESE, 2004, p. 3).

A fluidez é caracterizada pela pretensão de onipresença da regulação. Essa pretensão é buscada pela presença espalhada de diversas fontes regulatórias na realidade regulada. Reconhece-se, assim, a incapacidade de o Estado atender, em um modelo de regulação centralizada, toda a necessidade de fiscalização. Por intermédio de diversos agentes reguladores, em atualização descentralizada e cooperativa, pretende-se ampliar a presença da regulação nos setores regulados, tendo por *efeito proeminente o de ampliar o alcance do constrangimento* (ARANHA e LOPES, p. 244).

A marca da contingência é revelada pela velocidade de adaptação das normas regulatórias à dinâmica da realidade econômica. A alteração de normas emanadas do Estado é, frequentemente, lenta, não respondendo às mudanças do mercado com a celeridade adequada. De outro lado, outros agentes reguladores estão mais próximos dos regulados, conhecem a realidade regulada e podem alterar as suas normas com mais facilidade e velocidade. Assim, reconhecer

certos níveis de autonomia a outras fontes de regulação permite aperfeiçoar as respostas regulatórias às novas necessidades colocadas pelo setor regulado.

Dentre as diversas funções regulatórias que agentes privados podem exercer, destacam-se as atividades que representam a atuação de funções estatais por delegação. Especialmente nos Estados Unidos da América, são ricas as experiências de particulares exercendo funções públicas na atividade regulatória³.

Dentre as muitas experiências estadunidenses, destaca-se a regulação do mercado de valores mobiliários. A escolha dessa experiência neste artigo se justifica pelos contratemplos identificados no exercício privado de funções públicas com parâmetros inadequados. É o que se passará a demonstrar.

GOVERNANÇA NODAL NA REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS ESTADUNIDENSE

Os Estados Unidos da América, em 1934, aprovaram o *Securities Exchange Act* (lei que regulamentou a Bolsa de Valores)⁴. Essa norma criou uma agência reguladora pública e independente, denominada *Securities and Exchange Commission* – SEC, com a atribuição de fiscalizar o mercado de seguros e de valores mobiliários.

Posteriormente, em 1938, o *Securities Exchange Act* foi emendado pelo *Maloney Act*, para prever a possibilidade de instituição de mecanismos de autorregulação do mercado de corretores de valores. Com base nessa norma, foi criada, em 1939, a *National Association of Securities Dealers* – NASD.

O *Maloney Act* adicionou a Seção 15-A ao *Exchange Act*, para disciplinar o exercício de funções regulatórias por entidade privada no mercado de valores mobiliários. A Seção 15-A é subdividida em treze alíneas, que, por suas vezes, são divididas em parágrafos e itens. São dezenas de páginas de regras apenas nessa Seção.

Segundo a Seção 15-A do *Securities Exchange Act*, o ente privado deve adotar regras que prevejam, dentre outros preceitos:

- a justa representação de seus membros;
- equidade na alocação de deveres;
- prevenção contra práticas fraudulentas;

³Para aprofundamento sobre casos de exercício privado de funções públicas no direito estadunidense, ver CAMARA, 2018, obra citada na bibliografia.

⁴Para consultar o inteiro teor do *Securities Exchange Act*: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>. Acesso em: 5 maio 2021.

- prevenção contra lucros arbitrários ou contra recebimento de comissões desproporcionais;
- promoção da justiça e da equidade como princípios do mercado de valores mobiliários;
- proteção aos investidores e ao interesse público.

Além da Seção 15-A, há regras sobre formas de participação privada na regulação do mercado de valores mobiliários nas Seções 6, 19 e 21-F.

A Seção 6 trata das atribuições das bolsas de valores na SEC. Nessa Seção, há determinações para adoção de regras de autorregulação pelas próprias bolsas, com o objetivo expresso na norma de *prevenir atos e práticas fraudulentas e manipuladoras, para promover princípios de comércio justos e equitativos, para promover a cooperação e coordenação com entidades envolvidas na regulação, compensação, liquidação, processamento de informações etc*⁵(tradução nossa).

A Seção 19 disciplina o procedimento para registro de Associação com funções regulatórias no mercado de valores mobiliários.

A Seção 21-F disciplina a participação de delatores privados (*whistleblower*) na atividade regulatória do mercado de valores mobiliários. Essa Seção prevê os incentivos e as proteções aos denunciantes.

A extensão da quantidade de normas contidas no *Securities Exchange Act* disciplinando a regulação privada no mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos revela a complexidade da tarefa de se regular o exercício privado de funções regulatórias.

A Seção 15-A do *Securities Exchange Act* reconhece a possibilidade de um ente privado exercer a autorregulação do mercado de valores mobiliários, mediante o preenchimento de algumas condições. A norma estabeleceu alguns parâmetros para o exercício de funções públicas pelo ente privado, bem como previu que uma entidade pública, a SEC, exerceria a fiscalização dessa associação de autorregulação (PIERCE, 2015, p. 5).

O *Maloney Act* incorporou o princípio de conferir aos grupos de autorregulação a responsabilidade primária de fazer cumprir os padrões de comportamento exigidos para a realização de negócios por seus membros, com a supervisão governamental adequada (PIERCE, 2015, p. 5).

A associação que foi criada em decorrência da aprovação do *Maloney Act* foi a NASD, que era uma organização privada autorreguladora do mercado de ações. Essa organização era supervisionada pela SEC (PIERCE, 2015, p. 6).

⁵Item 5, alínea “b” da Seção 6 do Securities Exchange Act. Disponível em: <https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>. Acesso em: 5 maio 2021.

Em 1938, o economista norte-americano George C. Mathews (2017), membro da SEC, previu que o *Maloney Act* serviria de base para um longo e produtivo compartilhamento de relações entre a regulação privada e a pública. Em suas palavras:

O programa cooperativo previsto na norma [Maloney Act] deve, necessariamente, ser visto como evolutivo. Idealmente, a indústria deve, decisivamente, desempenhar o papel predominante em sua própria regulação e desenvolvimento, sob linhas econômicas e sociais sólidas.

(...)

Como os porta-vozes da Comissão [SEC] repetidamente têm afirmado, é realmente necessário ter a esperança de que o papel final da Comissão seja residual e que suas energias possam ser direcionadas principalmente para lidar com o elemento submarginal conhecido por todas as indústrias que, na ausência de coerção, recusa-se a respeitar padrões morais ou legais. É certo que o cumprimento deste ideal requer tempo (MATHEWS, 2017, p. 3, tradução nossa).

O Congresso norte-americano, em 1975, aprovou uma série de emendas ao *Exchange Act*. As novas regras estavam fundamentadas na percepção de que o sistema de autorregulação do mercado de valores mobiliários demonstrou ser bastante forte em algumas áreas e, de forma geral, serviu bem a esse mercado. Entretanto, esse sistema apresentou algumas deficiências em outras áreas (PIERCE, 2015, p. 7).

Dentre o conjunto de medidas, as emendas de 1975 resolveram a controvérsia recorrente quanto ao exato alcance do poder da SEC. Foi conferida à SEC a autoridade de alterar as regras de qualquer organização de autorregulação, em qualquer aspecto relacionado com os objetivos do *Exchange Act*. É o que dispõe a alínea “F” da Seção 3 do *Securities Exchange Act*:

(f) CONSIDERAÇÃO PARA PROMOÇÃO DE EFICIÊNCIA, COMPETIÇÃO E FORMAÇÃO DE CAPITAL. - Sempre que, de acordo com este título, a Comissão estiver envolvida na formulação de regras ou na revisão de uma regra de uma entidade autorreguladora, ou for demandada a considerar ou a determinar se uma ação é necessária ou apropriada ao interesse público, a Comissão deve também considerar, para além da proteção dos investidores, se a ação irá promover a eficiência, a concorrência e a formação de capital⁶ (nossa tradução).

Em 1983, a SEC determinou a obrigatoriedade de todos corretores serem membros da NASD, vinculando-se a suas normas (PIERCE, 2015, p. 6).

Durante muitos anos, a NASD funcionou como uma entidade reguladora e administradora, fiscalizando as atividades do mercado e exigindo o cumprimento de suas regras. Entretanto, com o avanço da tecnologia, a NASD

⁶*Securities Exchange Act*. Disponível em:

<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>. Acesso em: 5 maio 2021.

introduziu uma nova plataforma eletrônica para o mercado de ações. Essa plataforma foi denominada NASDAQ (PIERCE, 2015, p. 8).

A SEC exerceu sua autoridade sob a NASD de forma bastante intensa em meados de 1990. Em 1996, a SEC censurou a NASD por falhar na imposição de suas regras em face dos corretores participantes da NASDAQ, em situações de práticas anticompetitivas (PIERCE, 2015, p. 8).

As infrações identificadas pela SEC e não combatidas pela NASD incluíam a coordenação entre agentes do mercado para manipular preços, compartilhamento não autorizado de informações de clientes e retardamento deliberado na divulgação de informações ao mercado (PIERCE, 2015, p. 8).

Em relatório divulgado sobre esse caso, a SEC afirmou que o ente autorregulador se beneficia do conhecimento e experiência trazidos pelos participantes do mercado. Por essa razão, deveria primar pelo propósito fundamental da regulação do mercado de valores mobiliários, que é a proteção dos investidores e do interesse público (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 1996, p. 46).

A SEC identificou a presença de conflito de interesse na NASD em razão de sua atividade com a NASDAQ. Isso porque a NASD era, a um só tempo, agente regulador e proprietária da NASDAQ, empresa que constitui um mercado de ações automatizados, auferindo lucros pelas intermediações de papéis realizadas.

A SEC exigiu que a NASD concordasse com alguns compromissos, como o aumento da participação de representantes da Administração Pública no Conselho da NASD, com a finalidade de fortalecer a autonomia e independência de sua gestão. Além disso, a SEC exigiu que o setor responsável pelos processos disciplinares fosse presidido por funcionários profissionais. A NASD deveria seguir, também, padrões uniformes de resposta a pedidos de fiscalização ou autorização de ingresso de agentes no mercado (PIERCE, 2015, p. 9).

Essas medidas tinham por objetivo aperfeiçoar o sistema de autorregulação do mercado de valores mobiliários, transformando a NASD em um ente regulador mais profissional e independente dos interesses dos seus membros (agentes regulados).

Nessa mesma época, o Congresso norte-americano discutia mecanismos de aperfeiçoamento do sistema de autorregulação. As preocupações com conflitos de interesse não se limitaram à NASD. Havia a percepção de que o sistema de autorregulação pode colocar em conflito os interesses do ente regulador com os interesses dos agentes regulados (PIERCE, 2015, p. 9).

Essa preocupação era especialmente relevante quando o agente autorregulador constituía uma empresa com fins lucrativos. Era o caso também

da NYSE (The New York Stock Exchange – mercado de ações das empresas de tecnologia) (PIERCE, 2015, p. 9).

A preocupação era se essas empresas conseguiriam gerenciar o objetivo conflitante de maximização do lucro com o exercício de poderes públicos, sem comprometer sua função regulatória.

No início dos anos dois mil, era possível a coexistência de mais de um agente regulador privado para o mesmo setor. No caso do mercado de ações, era comum alguns corretores estarem sujeito à dupla regulamentação: da NASD e da NYSE (PIERCE, 2015, p. 10).

A existência de múltiplos agentes autorreguladores resultava na duplicidade das regras reguladoras e, às vezes, em conflitos entre elas ou divergências de interpretações e de aplicações (PIERCE, 2015, p. 9).

A SEC, então, promoveu algumas mudanças no sistema de autorregulação do mercado de valores mobiliários. Tratava-se de um novo modelo em que todos corretores estariam subordinados a uma única entidade reguladora privada. Nesse modelo, chamado de híbrido, as bolsas continuariam exercendo uma autorregulação limitada: apenas às questões relacionadas ao seu próprio funcionamento. Assim, continuavam existindo a NYSE e a NASDAQ, com poderes regulatórios, mas limitados a seu funcionamento. A outra entidade deveria exercer a regulação privada sobre as bolsas (PIERCE, 2015, p. 11). A SEC, entidade pública, continuava como a última instância regulatória.

Como resultado desse novo modelo, surgiu a FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*), entidade de direito privado, responsável pela regulação da indústria financeira. A NASD foi extinta (PIERCE, 2015, p. 11).

A FINRA passou a ser um novo agente regulador do mercado de valores mobiliários, responsável por estabelecer regras e exigir o seu cumprimento, fiscalizar a execução das normas prescritas, realizar mediação e arbitragem (PIERCE, 2015, p. 12).

O objetivo da SEC era simplificar o sistema de regulação do mercado de corretagem de valores mobiliários, garantir a proteção dos investidores, permitindo o estabelecimento de um único conjunto de regras para reger esse mercado (PIERCE, 2015, p. 12).

A FINRA, quando detecta infrações às suas normas, está legalmente autorizada a impor sanções disciplinares a seus membros. Tais sanções incluem: censura, multas, determinação para indenizar investidores prejudicados e a suspensão de atividades de uma empresa por um certo tempo ou até a sua expulsão (PIERCE, 2015, p. 12).

No ano de 2013, a FINRA aplicou 1.535 sanções. Muitas medidas são voluntariamente observadas pelos agentes regulados. No caso de contestação, o julgamento é realizado por um colegiado (Conselho Deliberativo) composto por

um profissional da própria FINRA e por dois representantes da indústria financeira (PIERCE, 2015, p. 13).

O Conselho Nacional de Arbitragem da FINRA é composto por 14 (quatorze) membros, com formação igualitária entre representantes da Administração Pública e do mercado. Esse Conselho Nacional de Arbitragem também é responsável pelo julgamento de recursos em face das decisões tomadas Conselho Deliberativo (PIERCE, 2015, p. 13).

As principais fontes de receita da FINRA são as taxas pagas pelos membros, as multas cobradas aos infratores e um valor atrelado a um percentual sobre a receita anual das empresas associadas (PIERCE, 2015, p. 14).

As decisões disciplinares da FINRA estão sujeitas à revisão da SEC (PIERCE, 2015, p. 14). A SEC tem atribuições de julgar recursos contra decisões da FINRA, confirmando e revisando punições aplicadas ou determinando a reanálise de casos. A SEC também pode adicionar, alterar e revogar normas regulatórias editadas pela FINRA. O regulador estatal pode obrigar mudanças na estrutura e governança do ente regulador privado (PIERCE, 2015, pp. 18-19). Enfim, a SEC exerce a supervisão, como regulador superior e estatal, de toda a estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários, exercendo sua autoridade sobre a autorregulação e sobre a regulação exercida pelo agente privado (FINRA).

As regras que disciplinam a relação entre a FINRA e a SEC estão previstas no regulamento da FINRA, especialmente em seu artigo 7º. Nesse artigo, estão disciplinados os poderes e a autoridade da SEC sobre a FINRA, com a especificação das atribuições do ente público sobre os atos e as normas editados pela FINRA⁷.

No caso específico do mercado de valores mobiliários, a autorregulação exercida pela NASD estava em conflito de interesses entre a finalidade da regulação, que é a proteção do interesse coletivo, e a busca pela maximização do lucro. As mudanças promovidas na regulação desse mercado conduziram a um modelo de regulação independente, com funções semelhantes a uma agência governamental, mantendo-se a supervisão do Estado sob o ente regulador. Essa supervisão manteve-se exercida pela SEC (PIERCE, 2015, p. 18).

Segundo Hester Peirce (2015, p. 18), a FINRA não é propriamente um ente autorregulador. Trata-se de uma agência reguladora independente, de natureza privada, sem fins lucrativos. Seus membros não se autorregulam: são regulados pela FINRA, de forma muito semelhante ao modo como eles são regulados pela SEC (agência reguladora pública).

⁷Para consultar o inteiro teor do regulamento da FINRA: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/corporate-organization/laws-corporation>. Acesso em: 5 maio 2021.

A FINRA é um regulador não governamental, mas está legalmente autorizada a executar as mesmas tarefas de uma agência governamental.

Hester Peirce (2015, p. 27) conclui que o surgimento da FINRA significou uma importante mudança entre um sistema de autorregulação para a regulação independente. Essa mudança estava lastreada nas preocupações legítimas sobre conflitos de interesses presentes na autorregulação. Em suas palavras:

A FINRA se tornou uma força muito poderosa nos mercados de valores mobiliários. A FINRA não é uma autorreguladora, como se constata pela escolha da própria FINRA de se autodenominar como um regulador independente. Seus membros não estão se regulando; eles estão sendo regulados pela FINRA, assim como são regulados pela SEC (PIERCE, 2015, p. 27).

(...)

A mudança da autorregulação para a regulamentação independente tem sido gradual e, em parte, impulsionada por preocupações legítimas sobre conflito de interesses. Como os acadêmicos continuam a apontar, entretanto, a autorregulação oferece vantagens reais sobre os reguladores governamentais. Birdthistle e Henderson apresentam vários desses benefícios: autorreguladores têm experiência, gozam da confiança de suas entidades reguladas, são eficientes, são mais capazes de adaptar as regras e são mais adequados para lidar com pequenos erros (PIERCE, 2015, p. 28, tradução nossa).

A narrativa exposta revela que apesar de extenso regramento sobre a autorregulação, o mercado de valores mobiliários dos Estados Unidos da América enfrentou falhas do tipo implementação das normas, notadamente em razão da existência de conflitos de interesse do ente autorregulador, que acumulava a busca pelo lucro e o exercício de atividades regulatórias.

ALERTAS AO EXERCÍCIO PRIVADO DE FUNÇÕES REGULATÓRIAS

Não há dúvidas de que a atividade regulatória no Brasil revela falhas, como demonstram os acidentes evitáveis nas barragens de rejeitos de mineração e as mortes por asfixia em silos agrícolas. Exercer com excelência a atividade regulatória custa caro.

A teoria da regulação em rede apresenta estratégia para amenizar as falhas regulatórias em países de economia em desenvolvimento. Dentre os instrumentos propostos por essa teoria, destaca-se o exercício privado de funções públicas na atividade regulatória.

É importante esclarecer que a regulação em rede não se resume a existência de casos isolados de regulação privada. A governança nodal não é só isso. Caracteriza-se por uma forma descentralizada de regulação, em que vários

núcleos exercem papel na atividade regulatória, em oposição à concentração regulatória estatal.

A regulação por redes nodulares descreve uma estrutura em que diversos núcleos, mutuamente conectados e exercentes de atividades relevantes à regulação, contribuem para a consecução das finalidades regulatórias.

As funções exercidas por diversos núcleos em rede não são exclusivamente atividades delegadas do Estado. Há exercício de funções próprias (não delegadas) que são manifestação da governança nodal. Assim, por exemplo, a autorregulação voluntária e a fiscalização sobre agentes reguladores exercida por sindicatos e organizações não governamentais são elementos característicos da regulação em rede, mas não representam exercício de funções públicas.

Repita-se: a regulação em rede envolve uma pluralidade de instrumentos regulatórios. Haverá governança nodal quando a realidade regulada estiver descentralizada em diversos núcleos exercentes de atividades relevantes à regulação. O exercício privado de funções públicas é apenas um dos instrumentos recomendados pela teoria da regulação em rede.

O exemplo da regulação do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos da América pode ser apontado como uma experiência específica que revela uma particularidade da regulação em rede, em razão do inegável exercício de funções públicas por agentes privados, como a FINRA. Há, naquele país, a possibilidade inequívoca de um ente privado impor regras para terceiros, ainda que não aderentes ou não participantes da elaboração das regras, bem como de exigir o cumprimento (*enforcement*) dessas regras.

A história da regulação do mercado de valores mobiliários nos Estados Unidos da América ilustra os riscos do exercício privado de funções estatais. Apesar desses riscos, os Estados Unidos não abandonaram a possibilidade de exercício privado de funções públicas. Ao contrário, aperfeiçoaram o regramento, criaram parâmetros compatíveis com a complexidade da tarefa de compartilhar a atividade regulatória entre o público e o privado.

Como demonstrado no exemplo da regulação do mercado de valores mobiliários norte-americano, o exercício privado de funções públicas na atividade regulatória pode produzir novas falhas regulatórias, tais como ofensas à igualdade de condições concorrenciais, a direitos do consumidor, do trabalhador ou ao meio-ambiente saudável.

No exemplo narrado neste artigo, a NASD, agente regulador privado, passou a exercer atividade lucrativa sobre o mercado regulado, o que acarretou em omissões fiscalizatórias em situações de práticas anticompetitivas (PIERCE, 2015, p. 8).

Ao se idealizar a estratégia regulatória baseada em delegação de funções públicas a entes privados, é preciso ter em mente a peculiaridades e distinções desses entes com a Administração Pública. Eles têm natureza e interesses distintos, a demonstrar que a mera delegação de funções públicas a particulares, de forma ingênua, pode significar graves riscos de comprometimento das finalidades regulatórias. O fundamental para a delegação constitucionalmente adequada, consoante decidido pela Suprema Corte dos Estados Unidos da América, é que: i) o ente delegado exerça o poder público de forma independente; ii) que haja controle público sobre o exercício da delegação e; iii) que a delegação tenha sido concedida mediante o estabelecimento de parâmetros e regras claras para o exercício dos poderes delegados (CAMARA, 2018, p. 72-73).

CONCLUSÃO

É verdade que economias de países em desenvolvimento apresentam realidades distintas da realidade estadunidense. De toda forma, entendemos que as falhas identificadas no exemplo dos Estados Unidos podem sim acontecer, e com mais gravidade, em países que apresentam déficits regulatórios.

Também não entendemos que o caminho seja impedir o exercício privado de funções públicas. Consoante identificado pela teoria da regulação em rede, países em desenvolvimento apresentam déficits regulatórios graves e não deveriam prescindir da contribuição privada à regulação. É importante desonerar a estrutura pública por meio da participação privada na atividade regulatória.

O crucial, sob o nosso ponto de vista, é fixar parâmetros adequados para balizar o exercício privado de funções públicas, como, por exemplo, fixando-se regras de devido processo legal que protejam os regulados do possível conflito de interesses do regulador privado.

Permitir o exercício privado de funções públicas é tarefa complexa, exige a identificação dos riscos concretos dessa atividade e a construção de regramento bem desenhado para tratar esses riscos. Além disso, como a experiência estadunidense demonstra, a participação privada na regulação é um processo em contínuo aperfeiçoamento. É preciso monitorar e fazer ajustes constantes para aperfeiçoar essa forma de regular.

O caminho demonstrado tanto pela teoria da regulação em rede como pela experiência estadunidense revela uma recomendação: deve o Estado se valer da ajuda privada na atividade regulatória, mas, a um só tempo, deve regradar adequadamente o exercício privado de funções públicas. Enfim, não deve a delegação a particulares ser feita de forma incauta, descuidada. Ao reverso, a

delegação precisa corresponder à complexidade da empreitada que se deseja seguir.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABU-EL-HAJ, Gabriela Farias. Aplicação de regulação responsiva e redes de governança na regulação da segurança de barragens de rejeitos de mineração no Brasil. **Revista de Direito Setorial e Regulatório**, Brasília, v.6, n.1, p. 68-98, abr. 2020. Disponível em: <<https://periodicos.unb.br/index.php/rdsr/article/view/31232>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

ARANHA, M. I; LOPES, O. de. A. **Estudo sobre Teorias Jurídicas da Regulação apoiadas em incentivos**. Pesquisa e Inovação Acadêmica em Regulação apoiada em incentivos na Fiscalização Regulatória. Brasília: Centro de Políticas, Direito, Economia e Tecnologias das Comunicações da UnB, 2019.

BRAITHWAITE, J. Responsive Regulation and Developing Economies. **World Development**, v. 34, n. 5, p. 884-898, maio 2006. <Disponível em: <http://johnbraithwaite.com/wp-content/uploads/2016/03/Responsive_Regulation_2006.pdf>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

CAMARA, Rafael R P M. Funções de autoridade pública: sobre a constitucionalidade de sua delegação a particulares e a análise do Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 280, de 2017. **Revista de Direito Setorial e Regulatório**, Brasília, v. 4, n. 1, p. 63-78, maio 2018. Disponível em: <<https://periodicos.unb.br/index.php/rdsr/article/view/19133>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

CHAGAS, Inara. Barragem de rejeitos e os casos Mariana e Brumadinho. **Politize**, 19 de set. de 2019. Disponível em: <<https://www.politize.com.br/barragem-de-rejeitos/>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

DRAHOS, P. Intellectual Property and Pharmaceutical Markets: A Nodal Governance Approach. **Temple Law Review**, v. 77, p. 401-424, 2004.

FELLET, João. As silenciosas mortes de brasileiros soterrados em armazéns de grãos. **BBC News Brasil**, São Paulo, 28 de ago. de 2018. Disponível em: <<https://www.bbc.com/portuguese/brasil-45213579>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

FELLET, João; SOUZA, Felipe. Brumadinho pode ser 2.º maior desastre industrial do século e maior acidente de trabalho do Brasil. **Época Negócios**, São Paulo, 28 de jan. de 2019. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Brasil/noticia/2019/01/brumadinho-pode-ser-2-maior-desastre-industrial-do-seculo-e-maior-acidente-de-trabalho-do-brasil.html>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

LEOCÁDIO, Thaís. Nova audiência entre Vale e governo de MG sobre danos por Brumadinho é realizada nesta terça-feira em Belo Horizonte. **G1 Minas**, Belo Horizonte, 17 de nov. de 2020. Disponível em: <<https://g1.globo.com/mg/minas-gerais/noticia/2020/11/17/nova-audiencia-entre-vale-e-governo-de-mg-sobre-danos-por-brumadinho-e-realizada-nesta-terca-feira-em-belo-horizonte.ghtml>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

MATHEWS, George C. *A Discussion of the Maloney Act Program*. White Sulphur Springs, out. 1938. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/speech/1938/102338mathews.pdf>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

MEDEIROS, A. *Racionalidade e otimização regulatórias: um estudo a partir da teoria das falhas de regulação*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2012.

PEIRCE, Hester. The Financial Industry Regulatory Authority: Not Self-Regulation after All. **Mercatus Working Paper**, Whashington, George Mason University, jan. 2015. Disponível em: <<https://www.mercatus.org/system/files/Peirce-FINRA.pdf>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Report Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934 Regarding the NASD and the NASDAQ Market. **Relatório**. Washington, ago. 1996. Disponível em: <<https://www.sec.gov/litigation/investreport/nd21a-report.pdf>>. Acesso em: 5 de maio de 2021.

SUNSTEIN, Cass R. *After the rights revolution: Reconceiving the regulatory state*. Cambridge: Harvard University Press, 1993.

VERONESE, Alexandre; CUNHA, Marcelo Barros da. A utilização das marcas alheias nos algoritmos de geração de palavras-chaves: uma análise sobre a jurisprudência do Tribunal de Justiça da União Europeia para pensar sobre o caso brasileiro. **Revista Brasileira de Direito**, v. 13, n. 2, p. 232-

255, maio/ago. 2017. Disponível em:
<<https://seer.imed.edu.br/index.php/revistadedireito/rt/printerFriendly/1586/1219>>. Acesso em: 5 de maio de 2020.

Journal of Law and Regulation
Revista de Direito Setorial e Regulatório

Contact:

Universidade de Brasília - Faculdade de Direito - Núcleo de Direito Setorial e Regulatório
Campus Universitário de Brasília
Brasília, DF, CEP 70919-970
Caixa Postal 04413

Phone: +55(61)3107-2683/2688

E-mail: ndsrs@unb.br

Submissions are welcome at: <https://periodicos.unb.br/index.php/RDSR>