

## ANÁLISE ECONÔMICA DOS CONTRATOS DE INTERMEDIÇÃO DE OPERAÇÕES NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Ana Paula Travisani<sup>1</sup>  
Andreia Propp Arend<sup>2</sup>  
Paulo Roberto de Sousa Bigolin<sup>3</sup>

### RESUMO

O presente texto tem como objetivo examinar a aplicação da análise econômica do Direito no âmbito dos contratos de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários, em que figuram como partes agentes autônomos de investimentos ou corretoras de Valores Mobiliários, e investidores interessados na aplicação de recursos financeiros. Inquestionavelmente, nova abordagem do contrato em questão também apresenta extensa relevância econômica e jurídica, já que a tipificação das regras de Direito Contratual são insuficientes para elucidar regras de eficiência do mercado de valores mobiliários, de formação de preço dos títulos, de custos aos quais as partes contratantes incorrem nas operações no âmbito do mercado, e por final, de solução de questionamentos que eventualmente subsumem da execução contratual.

**Palavras-chave:** Análise Econômica do Direito. Contratos de Intermediação. Mercado de Valores Mobiliários.

### ABSTRACT

This paper aims to examine the application of economic analysis of Law under the operations intermediation contracts in the security market, listed as parts independent agents of investments or securities brokers, and investors interested in investing funds financial. Unquestionably, new contract approach in question also has extensive economic and legal significance, since the classification of contract Law rules are insufficient to elucidate market efficiency rules for securities, pricing of securities, costs to which the Contracting parties incur in transactions in the market, and by the end of solution of

<sup>1</sup> Advogada. Mestranda em Direito da Empresa e dos Negócios pela Unisinos. Especialista em Direito Imobiliário pela UNIVALI. Exerce docência em ensino superior nas Faculdades unificadas IES e FASC, em São José/SC. Email: [ana@travisani.com.br](mailto:ana@travisani.com.br)

<sup>2</sup> Advogada. Mestranda em Direito da Empresa e dos Negócios pela Unisinos. LL.M. em Direito dos Negócios pela Unisinos. Especialista em Direito Ambiental pela PUC/RS e em Direito Imobiliário pela CESUSC. E-mail: [andreia@arend.adv.br](mailto:andreia@arend.adv.br)

<sup>3</sup> Advogado. Mestrando em Direito das Empresas e dos Negócios pela Unisinos. Especialista em Direito Processual Civil, Direito Tributário, e Direito Empresarial pela Universidade Candido Mendes. Exerce docência na graduação da Faculdade de Direito do Centro de Ensino Superior Dom Alberto (FDA), em Santa Cruz do Sul/RS. Email: [paulo@roesler.com.br](mailto:paulo@roesler.com.br)

questions that eventually subsume the contract execution.

**Keywords:** Economic Analysis of Law. Intermediation Contracts. Security Market

## **INFLUÊNCIA DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO NA DISCIPLINA JURÍDICA DO CONTRATO DE INTERMEDIÇÃO E NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Atualmente, os alicerces da análise econômica do Direito vêm compondo os elementos fundamentais destinados ao exame de aspectos atinentes à formação dos contratos, bem como à ponderação das diversas externalidades advindas do seu cumprimento pelas partes.

Do mesmo modo, sua aplicação proposta ao âmbito contratual representa de certa forma, superação da dogmática jurídica tradicional, na medida em que atribui maior dinamismo na produção de argumentos e decisões suscitadas para solução de controvérsias sucedidas na execução contratual.

Sustenta-se, a partir dessa abordagem, que a análise econômica do Direito tem como escopo a determinação de regras para circunstâncias em que os interessados não podem contratar<sup>4</sup>. Representando bem referida situação, exurgem espécies contratuais atípicas em que a impossibilidade de contratar tem proeminência considerável, precipuamente nos contratos de riscos, onde podemos incluir os contratos formalizados no contexto do mercado de valores mobiliários, e especificamente como tópico do presente texto, os contratos de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários.

A intermediação obrigatória de sociedades corretoras nas diversas operações envolvendo negociações de valores mobiliários desdobra-se no aspecto contratual, já que referidas pessoas físicas ou jurídicas têm a necessidade de contratar quando surgem investidores propensos a disponibilizar recursos para aquisição de papeis, ou àqueles que têm necessidade de vendê-los.

A formação do contrato, todavia, faz surgir diversas responsabilidades para as

---

<sup>4</sup> MACKAAY, Ejan e ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**; Tradução Rachel Sztajn. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2015, página 12.

partes, mormente para as sociedades corretoras, que tem por consectário lógico e legal o fornecimento de segurança e informação necessárias ao fiel desempenho de suas funções no mercado de valores mobiliários.

Devido à especialização do mercado de valores mobiliários, os sujeitos que pretendem se habilitar na aquisição ou venda de valores mobiliários devem necessariamente contratar com instituição intermediadora ou corretora, sendo decorrente do próprio contrato a responsabilização das últimas pelo adimplemento das operações abertas perante os órgãos de compensação.

Com efeito, aduz-se que o contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários é condição *sine qua non* para operação de investidores perante o mercado de valores mobiliários.

O risco contratual anteriormente mencionado e verificado nos contratos de intermediação de operações no mercado de valores, em outra vertente, é solo fértil para aplicação da análise econômica do Direito, porquanto os investidores ficam submetidos à confiabilidade da informação fornecida pelo agente (teoria da agência) para a tomada de decisões, muito comum nos contratos em que as opções de compra e venda são futuras, exigindo assim dos operadores jurídicos conhecimentos que trespassam a noção da representação e corretagem do Direito Contratual Civil.

Não é interessante desconsiderar que os contratos de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários são submetidos à regulamentação própria da Comissão de Valores Mobiliários. Contudo, eventuais regramentos normativos não retiram a importância da aplicação da análise econômica do Direito sobre aludido instrumento, que permite ao interprete, por seu turno, a compreensão global dos elementos fundamentais do mercado financeiro e a importância da informação para o investidor.

Com baliza na doutrina especializada, é lícito afirmar que a análise econômica do Direito aplicada aos contratos de intermediação de valores mobiliários permite “destacar o papel central da informação no funcionamento do mercado<sup>5</sup>”, de forma

---

<sup>5</sup> Nesse sentido, MACKAAY, Ejan e ROUSSEAU, Stéphane, página 621.

que consente ao operador entender e controlar a evolução do modelo organizacional de mercado, onde a divulgação da informação recebe tratamento prioritário e torna-se fator primordial para a tomada de decisões de investimentos.

Essa constatação torna-se evidente quando avaliada em simetria ao modelo de escolha racional, que se ampara fundamentamente no tratamento da informação pelo agente, haja vista que as decisões tomadas por investidores, em comprar ou vender determinado valor mobiliário, geralmente são lastreadas em informações incompletas, e a escolha racional da melhor decisão dentre as disponíveis é medida econômica que se sobrepõe aos aspectos jurídicos envolvidos.

Por tal motivo, no caso específico de uma operação efetivada através de contrato de intermediação de valores mobiliários, é possível conceber *ab initio* diversas externalidades, porquanto a sociedade corretora contratante substitui o investidor ao se vincular diretamente aos agentes de compensação e de custódia ou diretamente à bolsa de valores ou ao mercado de balcão, e justamente dessa intervenção decorre a necessidade de internalização de externalidades advindas da execução contratual.

O eixo de obrigações recepcionadas pela sociedade corretora contratante permite-lhe a responsabilização por todo e qualquer negócio realizado em cumprimento das ordens emitidas pelos investidores contratantes, que por seu turno, dependem de informação precisa, fidedigna, e confiável para a tomada de decisões racionais coerentes.

Nessa perspectiva, a aplicação da análise econômica do Direito sobre os contratos firmados na circunscrição do mercado de valores mobiliários tem grande evidência ao permitir ponderações mais racionais sobre o procedimento cognitivo de tomada de decisões, e sobre a mensuração dos riscos subsequentes.

É de se concluir, portanto, inegável a eficiência da análise econômica do Direito no exame de aspectos controvertidos do contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários, que serão objeto do presente trabalho, em contraposição à dogmática jurídica clássica de análise contratual.

## **DOS SUJEITOS CONTRATANTES**

No contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários, temos como partes, de um lado, a corretora de valores mobiliários, e de outro o investidor interessado em disponibilizar recursos financeiros a companhias de capital aberto.

A corretora de valores mobiliários, geralmente constituída sob a natureza jurídica de Sociedade Anônima, tem por fim precípua a aproximação de agentes econômicos compradores e vendedores de valores mobiliários, no âmbito do mercado de balcão organizado ou na bolsa de valores.

A atuação da corretora de valores mobiliários visa assegurar: (i) a eficiência do próprio mercado de valores mobiliários; (ii) a repartição eficiente de capitais; (iii) garantia de internalização de externalidades; (iv) e a redução nos custos de transação e de informação do outro contratante, que pode ser o investidor ou a companhia emissora, na qualidade concomitante de compradores e vendedores.

Com efeito, é consequência natural da atuação das corretoras a harmonização da negociabilidade dos valores mobiliários, de forma a tornar as operações e o próprio mercado mais eficientes, do ponto de vista econômico.

No Brasil, as sociedades corretoras e intermediadoras de títulos e valores mobiliários dispõem de legislação própria, sendo atualmente disciplinadas pelas Leis nºs 4.728, de 14 de julho de 1965, e 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e pela Resolução nº 1.655, de 26 de outubro de 1989, do Conselho Monetário Nacional.

Segundo o art. 2º da Resolução nº 1.655/89, do Conselho Monetário Nacional, as sociedades corretoras têm como objeto: i) operar em bolsas de valores; ii) subscrever emissões de títulos e valores mobiliários no mercado; iii) comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros; iv) administrar carteiras e custodiar títulos e valores mobiliários; v) exercer funções de agente fiduciário ; vi) instituir, organizar e administrar fundos e clubes de investimento ; vii) emitir certificados de depósito de ações e cédulas pignoratícias de debêntures; viii) intermediar operações de câmbio; ix) praticar operações no mercado de câmbio de

taxas flutuantes; x) praticar operações de conta margem; xi) realizar operações compromissadas; xii) comprar e vender metais preciosos, por conta própria e de terceiros; xiii) operar em bolsas de mercadorias e de futuros por conta própria e de terceiros.

Importante acenar, em vista da regulamentação acima mencionada, que o contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários compreende tão somente as atividades e operações relacionadas com títulos e valores mobiliários, em despeito da previsão da corretagem de câmbio, objeto de outra espécie contratual, nada obstante, em geral, as atividades de intermediação de operações de valores mobiliários e as atividades de corretagem de câmbio ter prestação conjunta pela sociedade corretora.

Apesar da cumulação de objetos contratuais, não podemos confundir as duas espécies de atividades, já que intrinsecamente diferentes entre si.

Atualmente, as sociedades corretoras e intermediadoras funcionam como participantes livres de negociação na bolsa de valores e no mercado de balcão, enquadradas legalmente como instituições financeiras, e por tal motivo, são fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Banco Central do Brasil (BCB), respectivamente.

O investidor, por seu turno, é o contratante que decide disponibilizar recursos financeiros para aplicação em capital de companhias, com a finalidade essencial de obter retorno financeiro a médio ou longo prazo.

Na praxe tanto da bolsa de valores, quanto do mercado de balcão organizado, o investidor pode ser considerado como qualquer pessoa física (investidor individual), jurídica (investidores institucionais), ou entidade de investimento coletivo (fundo de investimento), que operam através de uma sociedade intermediadora, ou que tem sua carteira de ativos administrada por uma.

É acertado se afirmar que a informação disponibilizada ao mercado, por ou para investidores individuais, é diferente da informação direcionada aos investidores institucionais, portadores de vultosos recursos, a qual o mercado dispensa maior relevância.

Certamente que o custo de aquisição da informação (custo de transação) será também diferenciado a partir da natureza do investidor e da quantidade de recursos capitalizados no mercado.

Podemos incluir no custo de transação a serem considerados por investidores as condições disponibilizadas pelo mercado para avaliar e prevenir riscos que tangenciam as operações realizadas com valores mobiliários. Com efeito, as instituições financeiras intermediadoras dispõem de ferramentas e corpo técnico aprimorado, no sentido de conferir maior confiabilidade e eficiência à informação recepcionada, ademais pela possibilidade de inserção de informações tendenciosas inseridas por *insiders tradings*<sup>6</sup>.

## MODALIDADES CONTRATUAIS

O contrato de intermediações em operações no mercado de valores mobiliários pode desdobrar-se em duas modalidades contratuais: (i) contratos de compra e venda à vista (mercado à vista); (ii) contratos de compra e venda de derivativos (mercado de derivativos).

Os contratos de intermediação de compra e venda à vista, pela própria natureza, não dependem (ou derivam) do valor de outros ativos, sendo o valor das opções (ordens) de compra e venda atreladas ao valor de venda, de mercado ou nominal do próprio valor mobiliário cotado em bolsa de valores ou mercado de balcão.

Por outro lado, os contratos de intermediação de compra e venda de derivativos tem atreladas (derivadas) às opções de venda do investidor o valor de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice, onde a execução do contrato (encontro de valores) é diferida para outro momento, previamente designado pelas partes no próprio instrumento contratual.

---

<sup>6</sup> MACKAAY, Ejan e ROUSSEAU, Stéphane, p. 643: “O direito dos valores mobiliários enquadra, de forma especial, as pessoas que em relação a dado emissor, **têm informação privilegiada**, os *insiders*. (...) Informação privilegiada é aquela ainda não conhecida do público, mas que deverá sê-lo, sob pena de afetar a decisão de um investidor racional”.

Os contratos que formalizados no mercado de derivativos, diante da designação de momento posterior para a execução das ordens, podem ainda se desdobrar em subcontratos, classificados em: (i) contratos a termo; (ii) contratos futuros; (iii) opções de compra e venda.

Os contratos e subcontratos formalizados no mercado de derivativos geralmente são de adesão do investidor (contratos padronizados), onde os valores mobiliários são negociados previamente em blocos, com especificação minuciosa de quantidade, qualidade, prazo de liquidação e forma de cotação do ativo (valor mobiliário que é objeto do contrato sobre os quais se efetuam as negociações e contratações).

Os contratos de intermediação de derivativos a termo são os preferidos pelos investidores contratantes, na medida em que proporciona melhor simetria de informações e baixos riscos advindos variações cambiais ou condições macroeconômicas. Nesta modalidade contratual, as partes convencionam a compra ou venda de determinado valor mobiliário em data futura. Contudo, as partes ficam vinculadas contratualmente até a liquidação definitiva da operação intermediada.

Os contratos de intermediação de derivativos futuros são semelhantes aos contratos à termo, com uma diferença fundamental: as partes contratantes não ficam vinculadas contratualmente até a liquidação da operação intermediada, sendo admitido ao agente investidor a negociação do próprio contato antes da sua liquidação, situação jurídica impossível no âmbito dos contratos à termo, onde as partes ficam vinculadas contratualmente até a liquidação da operação intermediada, que obrigatoriamente deve ocorrer entre as partes originariamente contratantes.

A liberdade de negociação do contrato de derivativos futuros, por seu turno, admite a liquidação financeira diária de lucros e prejuízos, o que facilita a mensuração dos custos de transação, que nos contratos a termo estão vinculados à data futura, sujeitos, portanto, a oscilações imprevisíveis.

Nos contratos de opções, por outro lado, o investidor contratante confere ordem para aquisição do direito de compra ou venda de determinado valor mobiliário. Saliente-se que neste caso não há obrigação de compra ou venda de determinado



título, porquanto o investidor adquire tão somente o direito de efetuar a operação com determinado valor mobiliário.

No contrato de opções, o preço de aquisição do direito sobre determinado valor mobiliário denomina-se preço de exercício, tendo prazo previamente definido para que o investidor contratante decida se adquire ou não o objeto negociado. O preço, neste caso, fica vinculado à intermediação anterior.

Na data do exercício da opção, o agente investidor pode ter lucro ou não, a depender do valor pelo qual o valor mobiliário é negociado no mercado. Se o valor for superior ao preço de exercício, o investidor neste caso auferirá lucro na operação.

## **REQUISITOS INTRÍNSECOS DOS CONTRATOS DE INTERMEDIÇÃO DE OPÇÕES NO MERCADO DE DERIVATIVOS: O PREÇO DE EXERCÍCIO E A OPÇÃO**

Como salientado, nesta modalidade contratual, o agente investidor adquire o direito de opção de compra e venda de determinado valor mobiliário, e não a obrigação de realizar a operação intermediada pelo outro agente contratante. Se o investidor não exerce o direito antes do período previamente contratante entre as partes, a opção de compra e venda deixa de existir.

Se a opção for exercida pelo agente investidor, forma-se o liame obrigacional entre ele e o vendedor do valor mobiliário, que neste caso é obrigado a comprá-lo ou vendê-lo pelo preço pré-determinado.

Este preço previamente determinado de uma opção, conhecido como preço de exercício, é da condição do contrato, e, portanto, representa requisito intrínseco.

O valor pelo qual determinado valor mobiliário é adquirido ou vendido, conhecido pelo valor da opção, é importante na medida em que permite ao investidor fixar a extensão dos lucros ou prejuízos advindos da operação. Contudo, não se trata de requisito do contrato de intermediação de opções no mercado de derivativos.

Entretanto, a opção é requisito inafastável dessa modalidade contratual, uma vez que compete ao agente investidor a aquisição do direito de compra (CALL), ou do

direito de venda (PUT), e sobre ela (opção) é pago o preço acordado (preço de exercício).

O requisito opções é classificado, em consequente, a partir da natureza do direito conferido ao agente investidor. Opções de natureza Europeia admitem o exercício da opção apenas ao final do contrato, e as opções de natureza americana admitem o exercício da opção ao longo de todo o lapso contratual. Utiliza-se no nosso país o exercício de opções na modalidade americana, onde o agente investidor pode exercer o seu direito (opção) em qualquer momento da execução contratual.

## **DO OBJETO CONTRATUAL E DAS RESPONSABILIDADES CONTRATUAIS**

Da própria natureza das partes e do objeto submetido a operações (valores mobiliários), podemos asseverar que o contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários adquire contornos próprios, distanciando-se das regras jurídicas aplicáveis ao contrato de corretagem ou ao contrato de mandato, insertas no Código Civil Brasileiro.

Na circunscrição de competência normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram editadas as Instruções nº 402/04, 301/99, 497/11 e 505/11, visando conferir maior regulação e transparência às operações de intermediação de valores mobiliários e aos contratos que a regulam.

Também é imperioso se afirmar que a presença das sociedades corretoras no polo contratual tem efeito atrativo sobre a legislação federal que normatiza a atuação de instituições financeiras no domínio econômico, bem como a atuação de todos os agentes contratantes no mercado de valores mobiliários.

O contrato de intermediação de operações com valores mobiliários, destarte, tem objeto complexo, porquanto as sociedades corretoras não agem como simples corretores ou representantes do outro contratante (investidor), ao executarem ordens de compra e venda de títulos e valores mobiliários.

Na realidade, quando efetuam aquisições ou alienações de valores mobiliários, as sociedades intermediadoras atuam por conta própria, obrigando-se diretamente

diante do mercado e do outro polo de aquisição (comprador ou vendedor de valor mobiliário). Assim sendo, não é o investidor contratante que se obriga diretamente, apesar de ter proferido a ordem de aquisição ou venda do valor mobiliário.

Diante dessa característica complexa do contrato de intermediação de operações, a teoria jurídica clássica que assemelhava referida espécie contratual como mera mediação ou corretagem restou superada com a evolução da eficiência do próprio mercado de valores mobiliários.

Em referência à questão de responsabilidade contratual, temos o considerável agravamento da situação da sociedade intermediadora, uma vez que as operações intermediadas por elas no mercado de valores mobiliários devem seguir até o resultado final da ordem dada pelo outro contratante, incluindo-se nesse sentido, a própria questão da liquidação e do adimplemento do fluxo financeiro gerado.

A imposição desse tipo de responsabilidade às sociedades intermediadoras visa garantir a integridade e a eficiência do mercado de valores mobiliários, na medida em que propende protegê-lo dos desequilíbrios provocados pela transmissão de ordens e os eventuais prejuízos decorrentes de inadimplências nas operações com valores mobiliários.

Com o intuito de sedimentar aludidas responsabilidades, os instrumentos contratuais de intermediação são confeccionados com quantidade razoável de cláusulas visando disciplinar os direitos e obrigações entre o investidor e a sociedade intermediadora nas operações do mercado de bolsa, que ocorrem sempre por conta e ordem do investidor, de modo que a conduta dessa instituição financeira deverá sempre obedecer aos limites das instruções por ele ordenadas.

O cumprimento de instruções proferidas pelo contratante investidor, apesar de fazer emergir fundadas dúvidas, não representa mandato outorgado em favor da sociedade corretora, já que não é o investidor quem se obriga diretamente perante os demais agentes operadores no mercado de valores mobiliários.

Devido à natureza dos títulos negociados no mercado de valores mobiliários, também é comum a constância de cláusulas autorizando a sociedade corretora contratante a realizar o registro, a liquidação e a subcustódia relacionados às

operações com títulos e valores mobiliários em mercado de balcão ou em bolsa de valores.

Geralmente, a cláusula de custódia de ativos outorga à intermediadora a manutenção dos títulos e valores mobiliários em seu próprio nome, aparecendo como contratante no contrato de compra e venda firmado perante os respectivos emissores. Após a aquisição, a intermediadora muda sua posição jurídica, passando a figurar na qualidade de depositária de ativos transferidos em caráter fiduciário pelo emissor ou vendedor.

Portanto, expostas as linhas gerais do contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários, no que concerne aos agentes contratantes e ao objeto, convém sopesar os tipos de abordagem propostas pela análise econômica do Direito ao contrato em referência.

## **DA EFICIÊNCIA DO MERCADO E DA REPARTIÇÃO EFICIENTE DE CAPITAIS**

No âmbito da análise econômica do Direito, os contratos firmados entre agentes que atuam no mercado de valores mobiliários devem proporcionar eficiência, tanto para os contratantes (corretora e investidores), quanto para o próprio mercado (eficiência de mercado), tornando assim a repartição de capital também eficiente, do ponto de vista financeiro.

Fato é que a disponibilização de informação totalmente completa aos agentes, como objeto adjacente do próprio contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários, visa corrigir suas distorções (*market imperfections*), tornando-o mais eficiente.

Do ponto de vista econômico, entende-se como mercado eficiente aquele que permita ao investidor plena organização e avaliação de critérios de riscos e rendimentos (retorno de investimentos), de forma que tenha informação íntegra e global sobre os emissores de valores mobiliários. Assim, quanto maior o nível de eficiência do mercado, maior o alcance do valor real de determinado valor mobiliário.

A eficiência do mercado de valores mobiliários, em consequência, permite que

os investidores disponibilizem recursos financeiros para aquisição de valores mobiliários realizados por intercessão do contrato de intermediação de operações, a custo de transação menor, maximizando assim retorno financeiro dos investimentos e redução de riscos.

A redução do custo de transação aos investidores permite que as empresas, por outro lado, tenham redução no custo de autofinanciamento proveniente do mercado de valores mobiliários, através da injeção de recursos dos investidores no capital da companhia, reduzindo, portanto, o custo de capital e maximizando o estímulo do mercado como um todo.

Através da junção da eficiência do mercado, da redução do custo de transação para os investidores e corretoras contratantes, e da redução do custo de transação para obtenção de capital pela companhia, temos o que a teoria da análise econômica do Direito denomina *repartição eficiente de capital*.

A repartição eficiente de capital pressupõe, destarte, que no mercado eficiente os custos de transações sejam mínimos, o que proporcionaria elevação do retorno financeiro, precipuamente, às partes signatárias do contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários.

Por obvio que as informações repassadas pelos próprios contratantes são consideradas informações úteis aos demais investidores e corretoras, diante dos fluxos contratuais diários verificados no mercado de valores mobiliários.

Outrossim, toda informação, no âmbito da noção de eficiência do mercado, é usada para avaliação dos preços de valores mobiliários, o que por consequência tem o condão de interferir, do mesmo modo, na esfera contratual das partes signatárias, gerando assim um fluxo de informação no mercado que interliga todos os agentes de forma indissociável.

## **DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES, DO CUSTO DA INFORMAÇÃO, E DA ESCOLHA RACIONAL**

O mercado da Bolsa de Valores é por certo um dos locais onde há maior

exigência no domínio da informação e da transparência, revelando a importância do papel exercido pelas sociedades corretoras no fortalecimento da confiança no mercado, na medida em que constituem os elos entre investidores e mercado, devendo informar claramente as condições do negócio aos agentes envolvidos.

A eficiência do mercado, a eficiência na repartição de capital, e a informação divulgada aos agentes econômicos, como cediço, interferem e refletem o próprio preço do valor mobiliário.

Com status de pressuposto da eficiência de mercado, a simetria da informação tem por escopo viabilizar que todos os agentes do mercado tenham acesso à mesma informação, sendo-lhes apresentados elementos aptos a viabilizar a tomada de decisões.

As regras devem ser suficientemente claras a ponto de possibilitar que o preço dos valores mobiliários reflita o encontro da oferta e da procura de forma o mais equilibrada possível.

A clareza e a simetria da informação são fundamentais, por seu turno, para a utilização do modelo de escolha racional pelo investidor, uma vez que a decisão tomada por ele dependerá da informação disponível no momento do exercício da opção de compra ou venda.

Mesmo que as informações disponíveis não permitam se chegar à conclusão de que a escolha será a mais acertada, é certo se afirmar que a simetria de informação permitirá que a escolha, independente de qual seja, será a melhor dentre as opções disponíveis.

A informação disponibilizada no momento da ordem de compra ou venda de determinado valor mobiliário é de grande relevo, haja vista que conjetura nos investidores e corretoras contratantes o custo de aquisição e da intermediação da informação (custo da informação), de forma que seja possível às partes plena avaliação do preço de emissão de determinado valor mobiliário, de forma que seja passível a supressão de informações incompletas e oportunistas tendentes a inflar o preço dos valores mobiliários.

Em consideração justamente ao custo de aquisição da informação pelos

investidores, é que surge a necessidade da formalização do contrato de intermediação de operações no mercado de valores mobiliários, onde o objeto do contrato, como analisado, reside na redução dos custos de transação e dos custos de aquisição de informação, outorgando-se aos agentes especializados o tratamento dos dados para tomada de decisões e disponibilização de recursos no mercado, maximizando retorno e reduzindo riscos.

## OPORTUNISMO

Nos contratos de intermediações de operações com valores mobiliários, pode ocorrer a hipótese em que o comportamento do agente intermediador, por deter informações de mercado e astúcia, seja oportunista, no sentido de obter vantagens pessoais em detrimento do investidor.

A ação oportunista do agente intermediador e de *insiders tradings* prejudica a confiabilidade exigida pelo mercado de valores, sendo adequado salientar que com o advento da utilização da internet em escala global, aumentaram-se as chances de oportunismos.

Obviamente que a ação oportunista é também prejudicial à escolha racional do agente investidor e a própria eficiência do mercado.

Nesta circunstância é comum que o mercado passe a adotar medidas preventivas, de tal forma que, racionalmente, passará a absorver custos que sejam inferiores em relação aos custos dos riscos criados, chegando ao ponto de deixar de absorver custos caso os riscos criados sejam mais dispendiosos, ainda que possa de outro modo representar alguma vantagem.

No contraponto ao oportunismo, a tutela da boa-fé contratual tem sido o instrumento de contenção de comportamentos oportunistas.

Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau<sup>7</sup> esclarecem que a doutrina jurídica refere-se aos conceitos de boa-fé relacionando-a princípios como o da lealdade,

---

<sup>7</sup> MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito**. Tradução Rachel Sztajn. 2ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2015. Págs.427/428.

integridade, fidelidade, entre outros, acrescentando entendimentos no sentido de que este conceito deve abarcar não apenas comportamentos individuais, como também os valores de toda a sociedade.

Na mesma linha da boa-fé, a confiança desempenha importante papel na economia de mercado, na medida em que reduz o grau de precaução necessário à concretização dos negócios.

Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau<sup>8</sup>, ao tratar da confiança, esclarecem que:

[...] a confiança consiste na utilização racional da informação para ajustar o comportamento. Para entender, lembremo-nos de que cada um busca evitar surpresas desagradáveis, mas que as precauções para preveni-las são onerosas, tem custos. A pessoa confiante dispõe de informações que lhe permitem avaliar, com menor custo, a probabilidade de evento danoso ou a perda que o risco, se ocorrer, lhe imporá. Pode, então, reduzir, racionalmente, o nível ótimo de precauções a adotar em comparação com situação em que se vê diante do desconhecido. Na linguagem aqui empregada, a confiança reduz custos de transação.

Nesse sentido, as sociedades intermediadoras são confiáveis na medida em que demonstram não ser necessário temer atos oportunistas de sua parte. Isto faz com que os investidores reduzam o grau de autoproteção, comparando-se ao que seria necessário se não conhecessem a reputação da sociedade corretora, ou seja, a informação se traduz em fonte de confiança.

Diante da especialidade do mercado de valores mobiliários, dificilmente as informações obtidas diretamente pelo interessado sejam adequadas a produzir resultados eficientes para as partes. Em razão disso, o mercado estabeleceu um conjunto de métodos sinalizadores de boas práticas reputacionais.

Segundo Ronald O. Hilbrecht<sup>9</sup>, a Teoria dos Jogos tem sido utilizada crescentemente no Direito, assim como:

Teoria dos jogos diz respeito à análise de comportamento estratégico em que os tomadores de decisão interagem, sendo que o resultado de suas ações depende também das ações dos outros. Teoria dos jogos assume que os tomadores de

<sup>8</sup> MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito**. Tradução Rachel Sztajn. 2ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2015. Pág.430.

<sup>9</sup> HILBRECHT, Ronald O. **Uma Introdução à Teoria dos jogos**. TIMM, Luciano Benetti, organizador. Direito e economia no Brasil. 2ª. Edição, São Paulo, Atlas, 2014, pág. 115.



decisão (também chamados de jogadores ou agentes) são racionais, o que significa que: (i) eles sabem quais são os seus objetivos e preferências; (ii) eles sabem quais são as limitações e restrições relevantes às suas ações; e (iii) eles conseguem escolher a melhor ação possível dados seus objetivos e preferências e respeitadas as limitações e restrições relevantes. Em outras palavras, a teoria dos jogos é a ciência do comportamento racional em situações em que existe interação, ou interdependência, entre os agentes.

Pela teoria dos jogos, tem-se que o investidor (tomador de decisão), na qualidade de agente, necessita que a intermediadora lhe apresente todos os elementos viabilizadores de uma decisão racional, tais como preço, prazo, e tendência e oscilação de mercado, uma vez que o investidor depende desses dados para que possa tomar a decisão mais eficiente.

Segundo Eduardo Goulart Pimenta e Stefano Boblione<sup>10</sup>, o conceito de eficiência para Pareto, mais conhecido na economia como “Ótimo de Pareto”:

Pode ser traduzido no ponto de equilíbrio no qual não é possível melhorar a situação de um agente sem piorar a situação de pelo menos outro agente econômico, ou seja, a posição de uma parte. A melhora sem a constatação de prejuízo da posição de uma parte B. Ou, ainda, mais precisamente, quando não há mudanças suficientes a satisfazer uma pessoa em melhor situação, sem deixar outras em situação pior. Em Pareto, o padrão ótimo de eficiência se dá quando os agentes econômicos têm acesso aos bens e valorizam, através de um sistema de trocas ou alocação de recursos.

O ponto de equilíbrio nos contratos de intermediação de operações fica evidente quando o investidor emite uma ordem de compra à corretora e esta a executa dentro dos parâmetros e do tempo esperados pelo investidor.

As normas reguladoras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ao mesmo tempo em que estabelecem diretrizes operacionais às Sociedades operadoras, apresentam alto grau de subjetividade no comportamento de seus agentes, de tal forma que, não raro, há disparidades entre o momento da emissão da ordem de compra ou de venda pelo investidor em relação ao momento de sua execução pela corretora, casos estes potenciais geradores de prejuízos a uma ou a ambas as partes.

De maneira geral, os contratos conferem às partes garantias que se traduzem

---

<sup>10</sup> PIMENTA, Eduardo Goulart; BOGLIONE, Stefano. **Análise Econômica do Direito Contratual**. Revista de Direito Público da Economia – RDPE. Ano 1, n. 1, jan/mar/2003. Belo Horizonte, Fórum, 2003, pág. 66.

em melhorias de Pareto, de tal forma que, uma lei eficiente de Pareto corresponde a uma Lei responsiva muito bem relacionada com as diretrizes da Teoria Econômica do Contrato.

O critério de “*Kaldor-Hicks*”, por sua vez, representa a hipótese em que a batalha pela alocação dos recursos se resolve de tal forma que o benefício proporcionado aos vencedores, possibilite compensar o prejuízo dos perdedores, posto que dentre duas possíveis escolhas, deve-se optar por aquela que proporcione maior bem-estar.

Para a escola da *Law and Economics*, a busca da eficiência é um princípio imprescindível, que deve ser aplicado nas decisões judiciais, em conformidade com os critérios de Pareto ou Kaldor Hicks, zelando-se pela ética e constatação fática do bem-estar.

## VALORES MOBILIÁRIOS, CUSTO DE TRANSAÇÃO, E EXTERNALIDADES

No âmbito da exposição acerca do contrato de intermediação, precipuamente na modalidade derivativos, é possível se intuir que os investimentos em valores mobiliários são parcialmente irreversíveis. Essa situação é clara nos contratos de opção, já que o exercício do próprio direito de compra ou venda exige o pagamento do preço de exercício.

Nesta situação, houve imobilização de investimentos para a aquisição do direito, ou do valor mobiliário, caso trate-se das demais modalidades contratuais. E uma vez que o investimento foi de fato realizado, percebe-se a existência de custo de transação decorrente da aquisição da própria faculdade de compra e venda.

Eduardo Goulart Pimenta e Stefano Boblione<sup>11</sup> explicam como funciona a lógica da Teoria dos Custos de Transação, cuja noção evidencia-se plenamente aplicável aos contratos ora minudenciados:

---

<sup>11</sup> PIMENTA, Eduardo Goulart; BOGLIONE, Stefano. **Análise Econômica do Direito Contratual**. Revista de Direito Público da Economia – RDPE. Ano 1, n. 1, jan/mar/2003. Belo Horizonte, Fórum, 2003, pág. 69.

A Teoria dos Custos de transação considera que o que é ótimo para consumidores e empresas pode não mais o ser na presença desses custos. Isto é, ao maximizar sua satisfação e seu lucro, consumidores e empresas, respectivamente, devem levar em conta os custos incorridos nas transações em que estiverem envolvidos. Existem modelos econômicos que parecem ineficientes em um mundo sem custos de transação, porém, quando estão presentes, tais modelos surpreendem por tamanha utilidade prática.

No mercado de valores mobiliários, as sociedades intermediadoras operam tanto na compra quanto na alienação de valores mobiliários (ativos), tendo conhecimento de informações privilegiadas em relação aos demais contratantes.

Dessa operação podem surgir externalidades, concebidas como resultados das ações individuais, revelados através de custos ou benefícios, individuais ou coletivos, não devidamente internalizados pelos seus agentes causadores. Dependendo do resultado, poderão ser denominadas de externalidades positivas ou negativas.

As variações de qualidade desses ativos, que tenham impacto direto sobre o preço estabelecido, podem ser facilmente verificadas por um dos lados do mercado, mas não podem ser verificadas, por outro lado, pela contraparte, hipótese esta denominada de “seleção adversa”.

Assim, destarte, exsurge o *risco moral*, sendo conceito que designa situações nas quais a conduta de um dos agentes envolvidos numa relação econômica não pode ser verificada pela outra parte, e é fundamental para a consecução eficiente do negócio. Se o comportamento de um dos participantes é relevante (por sua conduta potencialmente importar em custos para a outra parte, chamada principal, e em ganhos de desvio para si), existirão incentivos para que o agente quebre com o estipulado. A relação provavelmente não se aperfeiçoará da forma contratualmente disposta.

Segundo Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau<sup>12</sup>, Pigou afirmara que uma externalidade é produzida quando “uma pessoa, enquanto presta um serviço a uma contraparte, o estende a terceiros, ou faz com que o serviço imponha custos aos terceiros de maneira que não se possa cobrá-los dos beneficiários ou deles obter uma

---

<sup>12</sup> MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. Tradução Rachel Sztajn. 2ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2015. Págs. 201/202.

indenização em proveito das vítimas.”

Visando eliminar o curso de transação e as externalidades ocasionadas pela execução contratual, conclui-se que o Direito Contratual, segundo a Teoria Econômica do Contrato, tem fundada importância na medida em que possibilita a conversão de jogos com soluções ineficientes em jogos com soluções eficientes, encoraja a troca eficiente de informações na relação contratual, assegura um compromisso ótimo de cumprimento da obrigação e um nível ótimo de confiança (*reliance*), e o mais importante, por fim minimiza os custos de transação da negociação, fornecendo termos e regulações eficientes para o inadimplemento, e as externalidades advindas da execução contratual<sup>13</sup>.

## CONCLUSÃO

Denota-se que as operações de compra e venda de valores mobiliários e o estudo da economia, são essencialmente interligados às operações de intermediação desses investimentos. Em vista disso, a regulação do segmento tem como princípios basilares a informação e a transparência, além da obediência das normativas instituídas por legislação própria, de modo a garantir a proteção dos investidores e o bom funcionamento do mercado.

Para a realização de compra e venda de valores mobiliários, a contratação de empresa de intermediação legalmente especializada é condição indispensável para os investidores operarem nesse mercado, ao passo que o custo de transação é perfeitamente eficiente, uma vez que a instituição financeira (corretora) dispõe de ferramentas e corpo técnico especializados, assumindo o compromisso de confiabilidade da informação para a tomada de decisões.

Importante também ressaltar que as cláusulas inseridas no instrumento de intermediação visam disciplinar os direitos e obrigações entre o investidor e a intermediadora nas operações do mercado de valores, que ocorrem sempre por conta

---

<sup>13</sup> MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito**. Tradução Rachel Sztajn. 2ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2015. Págs.418/419.

e ordem do investidor, de modo que a instituição financeira deve cumprir rigorosamente as determinações emanadas do contratante.

A simetria da informação entre as partes é elemento essencial, pois viabiliza a escolha do investidor de maneira mais acertada entre as opções disponíveis, propicia plena avaliação do preço de determinado valor mobiliário, inibindo informações insuficientes e oportunistas que prejudicam as operações.

Evidencia-se que a informação é mecanismo de proteção dos investidores contra fraudes. Isso porque ao garantir a informação tempestiva, proporciona maior reflexão para a tomada de decisões de investimento, fato que aumenta a confiança do investidor em relação ao capital. Por consequência, os reflexos contemplarão positivamente o conjunto, favorecendo melhores condições de todo o mercado.

A esse encontro, tem-se a “Teoria dos Jogos”, pela qual o investidor depende das informações da instituição financeira para que possa tomar a decisão mais eficiente, ao passo que o conceito de eficiência para Pareto se traduz como o equilíbrio sem o qual poderia ocorrer o benefício da situação de um agente em detrimento de outro.

No presente estudo, restou evidente o balanceamento nos contratos de intermediação quando o investidor emite uma ordem de compra à corretora e ocorrem diversidades entre o momento da emissão da ordem de compra ou de venda pelo investidor em relação ao momento de sua execução pela corretora, culminando em prejuízo a uma ou a ambas as partes.

Conclui-se, portanto, que é imperativa a necessidade da análise econômica do Direito nos contratos de valores mobiliários, pois permite a compreensão global dos elementos fundamentais do mercado financeiro, exigindo do operador do Direito conhecimento específico que vai além do ordenamento jurídico que regem as relações contratuais.

## **BIBLIOGRAFIA**

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores

mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm). Acesso em 27 de maio de 2016.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm). Acesso em 27 de maio de 2016.

BRASIL. Instrução Normativa 301, de 16 de abril de 1999. Dispõe sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa de que tratam os arts. 10, 11, 12 e 13 da Lei nº 9.613, de 03 de março de 1998, referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst301.html>. Acesso em 27 de maio de 2016.

BRASIL, Instrução Normativa CVM nº 402, de 07 de janeiro de 2004. Estabelece normas e procedimentos para a organização e o funcionamento das corretoras de mercadorias. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst402.html>. Acesso em 27 de maio de 2016.

BRASIL. Instrução Normativa 497, 03 de junho de 2011. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst497.html>. Acesso em 27 de maio de 2016.

BRASIL. Instrução Normativa 505, de 27 de setembro de 2011. Estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst505.html>. Acesso em 27 de maio de 2016.

COOTER, Robert. ULEN, Thomas. **Direito & economia**. Tradução: Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa. 5ª. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

GICO Jr., Ivo T. **Introdução à análise econômica do direito**. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius. Coord. O que é análise econômica do direito: uma introdução. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

HILBRECHT, Ronald O. **Uma introdução à Teoria dos jogos**. TIMM, Luciano Benetti, organizador. Direito e economia no Brasil. 2ª. Edição, São Paulo, Atlas, 2014.

PIMENTA, Eduardo Goulart; BOGLIONE, Stefano. **Análise econômica do direito contratual**. Revista de Direito Público da Economia – RDPE. Ano 1, n. 1, jan/mar/2003. Belo Horizonte: Fórum, 2003.

PINHEIRO FILHO, Francisco Renato Codevilla. **Teoria da agência: problema do agente-principal**. RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius. Coord. O que é análise econômica do direito: uma introdução. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

POSNER, Eric A. **Análise econômica do direito contratual após três décadas: sucesso ou fracasso? (primeira parte)**. Revista de Direito Público da Economia – RDPE. Ano 1, n. 1, jan/mar 2003. Belo Horizonte: Fórum, 2003.

SZTAJN, Raquel. **Direito e economia**. Revista de Direito Mercantil, 144, outubro/dezembro de 2006.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito e economia no Brasil**. 2ª. Edição, São Paulo: Atlas, 2014.

TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth; AREND, Andréia Propp. **Apontamentos sobre análise econômica do direito sobre a responsabilidade civil do administrador de S/A**. Revista de Direito Tributário e Empresarial, 1ª. Ed. 2016. Disponível no link: <http://www.tributarioempresarial.com.br/article/profissional/artigo->



[revista-rdte-apontamentos-de-analise-economica-do-direito-sobre-a-responsabilidade-civil-dos-administradores-de-sociedades-anonimas.](#)

ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. **Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.