

# A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS E A VOLATILIDADE DO VALOR DAS AÇÕES: UMA ANÁLISE DO SISTEMA DE “CIRCUIT BREAKER”

Maurício Pereira Colonna Romano

Especialista em Mercados Regulados pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas. Diretor-adjunto da União dos Juristas Católicos de São Paulo. Advogado.

1. introdução. 2. O mercado mobiliário, a volatilidade e o comportamento dos agentes de mercado. 3. A regulamentação do mercado de capitais no Brasil. 4. Combate aos efeitos danosos da volatilidade anormal do mercado e o “circuit breaker”. 5. Conclusão: uma proposta de adequação ao regulamento da B3 S.A. 6. Referências bibliográficas.

## RESUMO

O presente trabalho visa analisar os mecanismos de regulação do mercado de capitais brasileiro de proteção contra os efeitos negativos da volatilidade anormal – especialmente o “*circuit breaker*”. Haverá uma breve análise da evolução histórica da estrutura regulatória desse setor, bem como um apanhado acerca do fenômeno da autorregulação. A seguir, far-se-á a análise comparada do tratamento dado no Brasil e nos EUA. Por fim, apresentar-se-á reflexão sobre o instrumento de “circuit breaker” e a segurança que dá ao investidor.

**Palavras chave:** mercado de capitais, regulação, autorregulação, volatilidade de mercado, “*circuit breaker*”, interrupção de negociações, limite de preços, sistema financeiro nacional, CVM

## ABSTRACT

This paper aims to analyze the mechanisms of the Brazilian exchange market to prevent the negative effects of the abnormal volatility – especially the “*circuit breaker*”. There is a brief analysis about the development of the regulation of the Brazilian exchange market and an overview of the phenomenon of self-regulation. Then, there is an analysis of the differences between the Brazilian regulation and the one from the USA. Finally, an observation on the impacts of the “circuit breaker” to the investors is presented.

**Keywords:** Exchange Market, stock Market, regulation, self-regulation, volatility, “circuit breaker”, trading halts, price limits, CVM

## 1 INTRODUÇÃO

Nos últimos anos houve um aumento de interesse do investidor brasileiro pelo mercado de capitais. O poupador deixou de manter seus recursos financeiros em aplicações mais conservadoras em busca de maiores margens de retorno, e o fez buscando as Bolsas de Valores.

Ocorre que há um baixo conhecimento médio quanto ao assunto pelo brasileiro – ele não está familiarizado quanto ao funcionamento do mercado, os riscos de volatilidade, as estratégias e os mecanismos de proteção do investidor.

Dessa sorte, um dos mecanismos de controle do mercado ganhou destaque nas manchetes jornalísticas em razão da crise gerada pelo COVID-19, o acionamento sucessivo do mecanismo de “*circuit breaker*” pelas Bolsas de Valores de diversos países.

Esse mecanismo tem como escopo evitar que comportamentos atípicos do mercado afetem o investidor comum (ou os algoritmos de investimento?), que reagiria de forma inesperada a determinada informação e dar-se-ia início a um “efeito manada”. Em outras palavras, em uma sociedade com excesso de informação disponível, um dos efeitos negativos<sup>1</sup> é justamente o incentivo ao comportamento defensivo alimentado pela ansiedade. Substitui-se o comportamento racional do investidor por outro impulsivo – seja em busca de ganhos rápidos, seja para evitar perdas –, que não necessariamente terão resultados a longo prazo.

A interrupção da negociação de valores mobiliários por comportamento atípico é, inclusive, objetivo de estudos pela *International Organization of Securities Commissions* – IOSCO, bem como objeto de tratamento diferenciado pela estrutura regulatória de diversos países.

Os Estados Unidos da América, por exemplo, possuem uma entidade de autorregulação independente, mas vinculada às Bolsas de Valores e aprovada pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, que monitora o comportamento de mercado e aprova diretrizes específicas para realidade de cada ação, trata-se do “*Plan Limit Up-Limit Down*” (*Plan LULD*). Ademais, possui um regramento similar ao brasileiro para a interrupção geral de negociação, com base nos índices de referência.

No Brasil, até pela peculiaridade de existir apenas uma Bolsa de Valores em operação, há apenas previsão legal genérica permitindo à Comissão de Valores Imobiliários – CVM que suspenda o funcionamento do mercado frente a alguma atipicidade. Há previsões genéricas do Conselho Monetário Nacional – CMN e da própria CVM também delegando competência às Bolsas de Valores, todavia o mecanismo possui previsão extremamente insipiente no **Manual de Procedimentos Operacionais da BR3, versão 16/12/2019** (B3 2019)<sup>2</sup>.

Este trabalho pretende analisar o tratamento regulatório dado à interrupção da negociação em Bolsa de Valores no mercado brasileiro, especialmente como mecanismo de prevenção contra o comportamento atípico do mercado. Para tanto, propor-se-á que seja criado um comitê independente com competência para elaborar e aplicar um mecanismo mais complexo do que o atualmente vigente, seja por iniciativa da Bolsa de Valores, seja por determinação da CVM.

## 2 O MERCADO MOBILIÁRIO, A VOLATILIDADE E O COMPORTAMENTO DOS AGENTES DE MERCADO

Nesta seção é importante desenvolvermos alguns conceitos iniciais acerca do cenário em que se localiza o objeto de estudo. Para tanto, traremos alguns conceitos introdutórios, notadamente de noções sobre (i) o que é o mercado mobiliário, (ii) o que é a volatilidade do mercado de ações e como interpretá-la e (iii) noções gerais do comportamento dos agentes de mercado (ou finanças comportamentais).

O mercado de valores mobiliários (ou de capitais) é um segmento do sistema financeiro, constituído pelo conjunto de negociações públicas de ações, debêntures, ou direitos sobre esses e outros títulos emitidos por companhias abertas. Essas operações têm como escopo a obtenção de recursos de investidores para empresas, são uma forma alternativa de financiá-

<sup>1</sup> Mesmo sobre os efeitos em relação à reação dos agentes de mercado às informações há controvérsia. Enquanto parte da literatura aponta para os problemas vinculados a ela (AKERLOFF e SHILLER 2009), outros apontam como um critério natural do mercado (E. F. FAMA 1997).

<sup>2</sup> Uma vez que a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão é a única entidade administradora de mercados organizados em funcionamento no Brasil, não haverá especificação mais detalhada quanto ao tema.

las ao uso de capital próprio e à tomada de empréstimos bancários. Trata-se da captação da poupança nacional para aplicá-la em atividades de risco, uma vez que o investidor tem o retorno de seu capital diretamente atrelado à atividade empresarial (EIRIZIK 1993, 384).

É importante destacar que a regulação do sistema financeiro, especialmente do mercado de capitais, é fundamentada no fato de que as negociações entre investidor e empresas envolvem uma atividade de risco permeada por falhas de mercado (como a assimetria informacional e o “*moral hazard*”, p. ex.); o interesse público na regulação setorial deriva justamente da necessidade de atenuá-las e proteger o investidor (EIRIZIK 1993, 385). O modelo mundialmente adotado é baseado naquele inaugurado pelos Estados Unidos da América (EUA) no âmbito do *Securities Act of 1933* e do *Securities and Exchange Act of 1934*, o qual fundamenta-se na transparência total de informações (“*full disclosure*”).

Cabe ao regulador, portanto, definir regras para que se garanta a ampla divulgação de informações de empresas que negociem ativos no mercado de capitais. Essas regras, que decorrem do poder de polícia estatal, interseccionam o Direito Público e o Direito Societário.

Como bem aponta EIRIZIK (1993, 385): “*na quase generalidade dos países que dispõem de leis sobre o mercado de capitais, não se comete ao Estado o poder de analisar a conveniência ou oportunidade das emissões de títulos. Na realidade, na prática consagrada no Direito Comparado, inexistente um exame sobre a qualidade do empreendimento por parte do Estado*”. Referido autor aponta que isso dar-se-ia por duas razões: primeiramente porque não há como presumir que um funcionário público possa prever melhor o mérito de um investimento do que qualquer outra pessoa, especialmente um investidor (que, inclusive, possuem tolerâncias e estratégias diversas entre si); em segundo lugar, eventual análise de mérito pelo regulador poderia gerar a responsabilização civil pelo prejuízo do investidor se houvesse o insucesso do empreendimento. Também é assim na regulação do mercado de capitais brasileiro, no qual a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não realiza qualquer análise quanto à qualidade de títulos ou outros elementos de mercado, salvo quanto à transparência das informações disponibilizadas ao público.

O objeto deste estudo, no entanto, mostra que a volatilidade do mercado é tratada de forma diversa. Ver-se-á que os órgãos reguladores (estatal ou privados) de diversos países, bem como organizações internacionais que as congregam, editam diretrizes e normas que pretendem limitar o comportamento dos agentes de mercado quanto a isto.

Trata-se de uma relativização ao princípio econômico da eficiência de mercado, que afirma que os preços refletem todas as informações relevantes disponíveis, o que afastaria a hipótese de retornos anormais (E. F. FAMA 1970)<sup>3</sup>. Parte da literatura, no entanto, critica a eficiência de mercado apontando que a racionalidade das interações é prejudicada pela qualidade da informação que é disponibilizada (AKERLOF 1970). O imbróglio acerca deste tema não é objeto do presente trabalho, porém é importante destacar que estudos realizados demonstram que a reação do mercado à qualidade das informações tem seu impacto mitigado sobre o mercado: os agentes tendem a ajustar sua conduta conforme observam as manifestações correntes e demonstram um comportamento similar quanto a super- ou subestimação da informação; ademais – e esse ponto é importante – as anomalias constatadas após eventos relevantes não se perpetuam a longo prazo, desaparecendo com rapidez (E. F. FAMA 1997),

---

<sup>3</sup> Destaque-se que “Fama (1997) concorda que existem anomalias no Modelo Moderno de Finanças, entretanto acredita que, como elas aconteceriam de forma randômica, acabariam por se compensar e seriam, portanto, consistentes com a eficiência de mercado. O grande desafio para os pesquisadores de finanças comportamentais é provar que tais anomalias de comportamento são realmente previsíveis e podem modificar o mercado de forma definitiva. Diversos padrões de comportamento, tais como aversão à perda, autoconfiança excessiva, exageros no otimismo e no pessimismo e sobre-reação às novidades do mercado, foram identificados por diferentes pesquisadores sem que se conseguisse a formulação de um modelo que incluísse todos eles. Os modelos elaborados até o momento limitam-se a explicar uma anomalia em particular e falham na tentativa de explicar outras.” (FAMA, CIOFFI e COELHO 2008).

porém SHILLER apresenta fortes críticas ainda quanto a este ponto (SHILLER 2014), no qual também foi contraditado (E. F. FAMA 2014).

Pois bem, a volatilidade do mercado de capitais nada mais é do que a variação do valor de um ativo ou de um índice que congregue diversos ativos no tempo. Como visto, existem diversas abordagens quanto ao fenômeno do funcionamento do mercado e a sua eficiência, e isso se reflete na forma de interpretar o fenômeno da volatilidade – aliás, não ele em si, mas como ela afeta o comportamento dos agentes de mercado.

Em um primeiro passo, é importante destacar que, para a teoria do mercado eficiente, a volatilidade faz parte do funcionamento normal do mercado e é precificada pelos seus agentes. Essa seria a melhor forma de lidar com ele. Porém a corrente crítica a tal posição aponta que as variações abruptas indicariam uma falha nessa teoria: ou pelas taxas de juros variarem de forma acentuada ou pelos mercados atuarem de forma irracional, conforme a moda (SHILLER 1981). A literatura não se mostrou pacífica quanto ao tema, de modo que há defesas consistentes quanto à posição, defendendo a manutenção da livre movimentação do mercado (MANKIW, ROMER e SHAPIRO 1985).

Outro elemento que se soma a essa equação é o efeito manada (ou “*herding*” ou “*herd behavior*”), pelo qual é descrita a tendência de os agentes de mercado agirem de uma forma mais ou menos similar e coordenada, não por prévio ajuste ou escolha racional (“*espurious herding*”) buscando descobrir uma solução ótima, mas para evitar um risco de imagem e de reputação por assumirem uma posição diferente da consensual (VALEJO 2013). Este efeito é, em geral, associado a períodos de volatilidade exagerada, seja para cima (bolhas) ou para baixo (crises). Esse efeito foi constatado no Brasil, por exemplo, quando da divulgação da celebração da delação premiada de Joesley Batista no âmbito da operação Lava-Jato, que ficou conhecida como “*Joesley Day*” (PACHECO 2017).

Conforme melhor explicitar-se-á na seção 4 do presente trabalho, a interrupção de negociações tem como pressuposto a necessidade de que os órgãos reguladores protejam os investidores contra a exposição à volatilidade anormal do mercado de ações (independentemente da sua natureza), para isso concedem-lhes um período de tempo para que tomem suas decisões com mais calma. Inobstante sua utilização para esse fim, a literatura apresenta controvérsia quanto à sua eficácia para a garantia do bom funcionamento do mercado na formação dos preços (SUBRAHMANYAM 2012).

É importante que se destaque o chamado efeito magnético, uma consequência indireta dos mecanismos de interrupção de negociações, tal qual o “*circuit breaker*”, ou de controle de negociações. Ele pretende explicar os impactos “*ex ante*” nas decisões de negociação de ativos sujeitos à interrupção, o que afetaria a liquidez do mercado e distorceria a formação dos preços. A existência de tais mecanismos poderia afetar a tomada de decisões de grandes instituições com flexibilidade para decidir em quais mercados e momentos realizarão suas operações, causando efeitos perversos. Como um gatilho, a aproximação de ativação do mecanismo traria uma vantagem aos agentes que possuíssem maiores meios de ação, em detrimento dos que não possuem tais meios.

Em síntese, “*the circuit breaker may actually increase price variability and the probability of the price crossing the circuit breaker bounds if the price is very close to the breaker limit and if agents place a high value on their desire to trade. These effects can occur because strategic traders may suboptimally advance their trades to assure themselves of their ability to trade. The circuit breaker thus may yield results that are exactly the opposite of what regulation intended it to accomplish*” (SUBRAHMANYAM 1994, 250).

Em face de tudo quanto foi exposto, fato é que (i) os órgãos reguladores buscam adotar medidas para mitigar o efeito da volatilidade anormal do mercado de capitais, e (ii) a interrupção das negociações é um mecanismo bastante utilizado após a crise financeira de 1987.

Nas próximas seções trataremos da regulação do mercado de capitais no Brasil, direcionando a análise normativa aos mecanismos para o combate à volatilidade anormal do mercado e sobre a importância deles.

### 3 A REGULAMENTAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

#### 3.1 Breve análise histórica do desenvolvimento do SFN e a regulamentação do mercado de capitais

No ordenamento jurídico brasileiro, o mercado de capitais<sup>4</sup> está inserido no Sistema Financeiro Nacional (SFN) brasileiro, cujo status constitucional deriva do art. 192 da Constituição Federal de 1988, conforme a redação dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003<sup>5</sup> <sup>6</sup>. Anteriormente, o tratamento legal era unicamente infraconstitucional (BASTOS 1996) (SOUZA e MARTINI 2019).

Sua regulamentação foi intensificada, reformulada e sistematizada pelo Programa de Ação Econômica do Governo iniciado em 1964 (ROSA 2012), cujo intuito era de gerar maior estabilidade monetária, afetada pelo contexto inflacionário oriundo da década anterior (PORTO 2014).

Nesse contexto foram publicadas diversas leis federais, das quais se dá maior destaque à Lei Federal nº 4.595/1964, que trata do sistema bancário, e à Lei Federal nº 4.728/1965, que dispõe sobre o mercado de capitais. Por meio de referidos diplomas foram instituídos o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN) e distribuídas as suas competências.

O resultado de referidas reformas foi a euforia do mercado, seguida por uma crise especulativa em 1971 (ROSA 2012). Nesse cenário o governo promoveu uma nova onda de reformas com o intuito de melhorar a estrutura institucional do mercado, na qual foram promulgadas às Leis Federais nº 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e nº 6.404/1976, que deu novo tratamento jurídico às Sociedades Anônimas.

E este é, grosso modo, a estrutura do SFN vigente até os dias de hoje no que toca ao mercado de capitais.

A Lei Federal nº 6.385/1976, e suas alterações, atribui ao CMN um caráter diretivo no mercado mobiliário. Suas competências são definidas no art. 3º, dos quais destaca-se a de “*definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários*” (inciso I) e a de “*fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições*” (inciso III). É interessante que o art. 4º aponta que a relação entre CMN e CVM também deve ser cooperativa, uma vez que os fins de suas atribuições são comuns — destaca-se o inciso III: “*promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão*”. Referidas disposições deverão ser interpretadas, também, à luz da competência do CMN para fixar normas gerais a serem observadas na constituição, organização e funcionamento das Bolsas de Valores (arts. 7º, 8º da Lei Federal nº 4.728/65, e art. 4º, inciso XXI, da Lei Federal nº 4.595/64).

Por sua vez, ao BACEN a legislação ainda prevê expressamente algumas atribuições quanto ao mercado de valores mobiliários, todavia é evidente que ocorreu a revogação tácita de

<sup>4</sup> Na mesma linha adotada por NEVES (2013, 12), trataremos os termos “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários” como sinônimos.

<sup>5</sup> “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”

<sup>6</sup> Há uma intensa discussão quanto à natureza dos instrumentos legais adequados para a normatização do SFM. Para maiores esclarecimentos, remete-se o leitor para FONSECA (FONSECA 2004) (CVM 2017)

muitas delas em razão da edição de leis e normativas do CMN atribuindo competências à CVM — um verdadeiro redesenho da regulação mobiliária (YAZBEK 2006). As competências remanescentes, no que tange ao objeto deste estudo, resumem-se principalmente à regulação das corretoras, distribuidoras e instituições de custódia, compensação e liquidação (alínea “d” do inciso X do art. 10 da Lei Federal nº 4.595/1964, art. 3º, II, III e IV, e art. 49 da Lei Federal nº 4.728/65) (PITA e FILHO 2017, 43).

As competências da CVM serão analisadas com maior atenção no subitem seguinte, porém é mister destacar que ela possui um caráter mais executivo quanto ao funcionamento do mercado de capitais. Seguindo as diretrizes legais e as estabelecidas pelo CMN, deverá editar regulamentos quanto a ele. É o que se depreende do art. 8º da Lei Federal nº 6.385/1976<sup>7</sup>.

Importante destacar que o diploma ora escrutinado preserva expressamente as competências atribuídas em outras leis ao BACEN quanto à fiscalização do mercado de capitais (art. 3º, §1º, art. 15, §2º). Também delimita que deve haver coordenação entre a atuação do BACEN e a da CVM (art. 3º, IV, art. 15, §3º, art. 22, §2º, art. 28), o que deverá ser assegurada pelo CMN.

A norma que efetivamente harmoniza referidas competências é Resolução do CMN nº 2.690, de 28.01.2000. Por ela, o CMN exerceu a sua competência quanto à edição de normas sobre a constituição, a organização e o funcionamento das Bolsas de Valores (art. 18, I, da Lei nº 6.385/1976).

A legislação vigente pode parecer confusa quanto ao funcionamento do mercado de capitais. Em uma análise detida, no entanto, é possível notar que o que há é a divisão de competências por meio de diplomas legais diversos, mas sistematicamente harmônicos. Em síntese, conforme (PORTO 2014, 96 e ss):

- **CMN**: órgão federal responsável pelo mercado de capitais, responsável por prover diretrizes de regulação macroeconômica aplicáveis ao SFN. O BACEN e a CVM, portanto, estão submetidos às suas diretrizes, inclusive de caráter normativo (GUERRA 2010, 267).
- **BACEN**: autarquia federal que é a principal responsável por executar as orientações do CMN. Dentre suas competências, consta a supervisão de sociedades anônimas (i) corretoras de títulos e valores mobiliários e (ii) distribuidoras de títulos e valores mobiliários. O escopo de sua regulamentação refere-se às atividades bancárias e creditícias (CARVALHO, 2011).
- **CVM**: autarquia federal responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários no Brasil. Dessa sorte, cabe a supervisão do funcionamento (i) da bolsa de valores, (ii) da bolsa de mercadorias

---

<sup>7</sup> Cf. a Lei Federal nº 6.385/1976: Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. § 1º. O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001) § 2º. Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal. (Redação pelo Decreto nº 3.995, de 31.10.2001) § 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados; II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

e futuros, (iii) corretoras de títulos e valores mobiliários e (iv) distribuidoras de títulos e valores mobiliários — estas duas últimas são objeto de supervisão conjunta do BACEN e da CVM.

A CVM pode ser apontada como a entidade responsável pela regulação das relações de mercado (especialmente das estruturas e das práticas negociais), enquanto o BACEN, mais marcadamente, pode ser apontado como regulador prudencial e sistêmico (YAZBEK 2006). O CMN ainda delegou competência para que a CVM regulamente as normas específicas quanto às Bolsas de Valores (Res. CMN nº 2.690/2000, art. 2º).

Considerando que o escopo do presente trabalho se limita a análise de um procedimento específico aplicado no âmbito das bolsas de valores e de mercadorias e futuros, não há porque descer a maiores nuances do funcionamento do SFN. Referidas instituições **são reguladas e supervisionadas pela CVM, de modo que será feito um corte epistemológico neste ponto.**

### 3.2 Aspectos normativos da CVM: a sua natureza e as suas competências

Como mencionado acima, a CVM foi criada em um contexto em que o Governo Brasileiro buscava dinamizar e institucionalizar o mercado de capitais no Brasil, por meio da Lei Federal nº 6.385, de 07.12.1976 (BRASIL 1976). Todavia, no âmbito da grande reforma do Estado ocorrida nos anos 2000, teve sua normatização amplamente alterada pela Lei Federal nº 10.303, de 31.10.2001 (BRASIL 2001), e pela Lei Federal nº 10.411, de 26.02.2002 (BRASIL 2002), o que gerou uma série de discussões quanto à sua natureza jurídica, apesar de dar “*os meios necessários para cumprir as suas funções não só de fiscal e reguladora do mercado, mas também de catalisadora do seu bom funcionamento*” (WALD 2006).

Não há e nunca houve dúvidas da natureza da CVM em um sentido mais amplo. Trata-se de uma autarquia federal, vinculada ao Ministério da Economia nos termos do art. 5º de sua lei criadora. A confusão surgiu justamente pela alteração que foi promovida neste dispositivo pela Lei Federal nº 10.411/2002 (BRASIL 2002), que a caracterizou como “*entidade autárquica em regime especial*”.

As alterações trazidas pela Lei Federal mencionada franquearam maior autonomia à CVM, notadamente por franquearem a ela (i) autoridade administrativa independente, (ii) ausência de subordinação hierárquica, (iii) mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e (iv) autonomia financeira e orçamentária (MEDAUAR, Direito Administrativo Moderno 2014, 94).

Muito embora a CVM tenha sido criada adotando como modelo a *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos Estados Unidos da América, ou seja, como um órgão regulador de mercado (COSTA 2006), as alterações trazidas pela Lei Federal nº 10.411/2002 (BRASIL 2002) originaram a discussão quanto ao seu enquadramento, ou não, como agência reguladora.

MOREIRA (1999), referente ao período anterior à reforma dos anos 2000, apontava que “*podemos afirmar que CMN, BACEN e CVM não são agências administrativas independentes, mas autoridades reguladoras, que detêm poder regulamentar autônomo - ainda que substancialmente diverso daqueles detidos pelas atuais agências*”. MEDAUAR (2014, 94) entende que as alterações trazidas pelo diploma posterior já seriam o suficiente para caracterizá-la como agência reguladora; BANDEIRA DE MELLO (2013, 175) entende que se trata de “*entidade cujas funções são de índole equivalente às das agências reguladoras*”<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Parte desta discussão provém de um embate na literatura jurídica quanto aos limites da regulação no Direito brasileiro. Em síntese, a literatura argui que a regulação por órgão da Administração Pública decorreria de delegação de função típica do Poder Legislativo, e que esta deveria ser muito bem delimitada por lei. Esta discussão é bem abordada por ROCHA (2016) e também por SOUTO (1999).

Novamente trata-se de discussão não afeita diretamente ao objeto do presente trabalho, de modo que um aprofundamento pode ser obtido pela análise da literatura destacada. **O que é relevante e pacífico é que a CVM é uma autarquia federal com competência para regular o mercado mobiliário.**

As competências atuais da CVM estão dispostas no art. 8º da Lei Federal nº 6.385/1976, transcrito acima. Dele depreende-se que há competência para regular a negociação de ativos no mercado de valores mobiliários, inclusive quanto à organização, ao funcionamento e às operações das Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros<sup>9</sup>. De fato, o mercado de valores mobiliários submete-se às normatizações emanadas pela CVM (TÁCITO 2005, 224).

A CVM possui outras competências, por exemplo a de regulamentar e fiscalizar as sociedades anônimas de capital aberto, conforme os termos da Lei Federal nº 6.404/1976 (art. 4º e ss). Porém uma competência relevante para o presente trabalho é a prevista pelo art. 9º, §1º, da Lei Federal nº 6.385/1976, e que encontra eco no art. 68, IV, do Anexo à resolução CMN nº 2.690/2000: cabe a CVM suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores (inciso I), sistemática que se assemelha muito com o “*circuit breaker*”.

Passa-se, agora, a análise da regulação específica da Bolsa de Valores pela CVM, que se inclui na sua competência de regulação das relações de mercado (YAZBEK 2006).

### 3.3 A regulação e a autorregulação das bolsas de valores no Brasil

#### 3.3.1 Panorama legal

Em primeiro lugar, é interessante a consideração trazida por COSTA (2006), primeiro presidente da CVM e um dos responsáveis pela sua implementação, acerca do papel a ela designado:

A CVM, como órgão regulador, tem suas próprias limitações do que pode realizar para promoção do mercado. A maior propaganda que a CVM pode fazer pelo mercado é zelar para que os investidores que canalizam sua poupança para a Bolsa estejam sendo protegidos contra mecanismos imperfeitos de formação de preços e por informações incorretas, propositalmente errôneas ou insatisfatórias. É fundamental zelar pela qualidade de informação e pela correta execução das ordens.

Há certo consenso na literatura quanto às melhores formas de um órgão regulador promover o bom funcionamento do mercado por ele tutelado — no presente estudo, o de capitais. Para o setor em escrutínio, o Brasil seguiu a tendência internacional e adotou o sistema de regulação baseado no tripé (i) regulador estatal, (ii) entidades de autorregulação por exigência legal e (iii) entidades de autorregulação voluntária, que se dá sem qualquer ingerência estatal.

A distinção entre essas espécies de regulação é bem sintetizada por GOES (2018), veja-se:

Ao lado da regulação estatal do mercado de valores mobiliários, verifica-se a autorregulação, que, de acordo com Vital Moreira, pode ter caráter público ou privado. A autorregulação privada se verifica quando os agentes se submetem a ela por vínculo contratual. Essa espécie de autorregulação, também denominada voluntária, é desenvolvida por entidades cujos membros, sem

---

<sup>9</sup> A partir do presente momento, trataremos ambas apenas como “Bolsa de Valores”, uma vez que há apenas uma em funcionamento no Brasil – a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão – de modo que uma diferenciação específica não trará qualquer benefício ao presente estudo.



qualquer determinação legal, tomam a iniciativa de elaborar regras a serem observadas por eles próprios. O fundamento, portanto, da autorregulação privada é contratual, de modo que os participantes do mercado se submetem de forma espontânea a essa espécie de autorregulação. No Sistema Financeiro Nacional, a autorregulação de base voluntária é exercida por diversas associações de classe, dentre as quais se destacam as iniciativas da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC), da Associação Brasileira das Companhias Abertas (ABRASCA) e da Associação Nacional das Corretoras e Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários, Câmbio e Mercadorias (ANCORD). Porém, a entidade que exerce uma autorregulação mais expressiva é a ANBIMA, tanto em razão de sua precedência histórica quanto em função do seu largo escopo e intensa atuação, como se verá adiante.

Já a autorregulação de caráter público possui submissão coativa, cujas estruturas adotadas são objeto de sanção estatal. Nessa espécie de autorregulação, as entidades privadas têm poderes e deveres delegados por lei, o que permite que atuem como órgãos auxiliares do regulador estatal. O fundamento da autorregulação de base legal decorre do art. 8º, § 1º, bem como do art. 17, parágrafo único, da Lei 6.385. Ademais, a Instrução CVM 461/2007 (LGL\2007\361), entre outros aspectos, define o regramento geral do seu exercício. Atualmente, o exercício da autorregulação legal se dá pela Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) e pela CETIP S.A.

Especificamente quanto à estrutura de autorregulação da BM&FBOVESPA, observa-se se esta é desempenhada pela BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM), cujo mandato legal de autorregulação é conferido pela ICVM 461/2007, que obriga a entidade administradora do mercado de bolsa a internalizar em sua organização uma estrutura de autorregulação que funcione de forma autônoma e independente de sua estrutura “comercial”.

Esse mecanismo de compartilhamento da atividade regulatória tem como escopo conciliar a hipótese do mercado eficiente (E. F. FAMA 1997) e os objetivos de correção de falhas de mercado<sup>10</sup>. Há ganhos competitivos e em níveis de regulação pela adoção desse modelo (CHEDIAK 2017, 185), bem como de confiabilidade no seu funcionamento (SILVA 2015).

Citando Mary L. Shapiro, CHEDIAK (2017, 185-186) aponta três benefícios principais na adoção da autorregulação: (i) os autorregulares privados teriam maior expertise a fim de formular regras práticas, funcionais e efetivas, bem como estariam em uma posição privilegiada para identificar futuros problemas; (ii) há economia de recursos pelo setor público, pois na autorregulação é a indústria – e não o contribuinte – que paga pela regulação; e (iii) ao contrário das regras governamentais, os padrões de autorregulação podem ser estendidos além da legalidade, abordando preceitos éticos.

Como bem destaca YAZBECK (2006), trata-se de “*necessário complemento da regulação feita pelos entes estatais. A auto-regulação em matéria de bolsas, com efeito, não é mais do que um tipo de arranjo destinado ao desenvolvimento de atividades regulatórias, integrado, de forma mais ou menos direta, conforme o regime adotado em cada país, à atuação dos reguladores propriamente ditos*”.

---

<sup>10</sup> São quatro as principais razões da regulamentação: (i) proteção aos fracasso do mercado; (ii) proteção aos valores morais; (iii) estabelecimento de limites e fronteiras para as ações particulares; e (iv) o atendimento aos grupos de pressão e de interesse (SAADI 1997).

O ordenamento jurídico brasileiro vigente prevê a autorregulação legal especialmente para as Bolsas de Valores<sup>11</sup>, entidades privadas autônomas (art. 6º da Lei Federal nº 4.728/65 e art. 17 da Lei Federal nº 6.385, alterada pela Lei Federal nº 10.303/2001), cujo funcionamento deverá ser autorizado conforme às normas condicionantes expedidas pela CVM (art. 18, I, “c”, e II, “a”, da Lei Federal nº 6.385, alterada pela Lei Federal nº 10.411/2002), em consonância com a Resolução CMN nº 2.960/2000. Nelas se encontram os possíveis compradores e vendedores de certos bens, para a realização das correspondentes operações de compra e venda, conforme regras e procedimentos predeterminados (YAZBEK 2006).

A atribuição legal de autorregulação das Bolsas de Valores está prevista nos artigos 8º, §1º, e 17, §1º, da Lei Federal nº 6.385/1976, cujas redações são dadas, respectivamente, pelo Decreto Federal nº 3.995/2001 e pela Lei Federal nº 10.303/2001. Por eles, as Bolsas poderão expedir normas específicas para seus procedimentos, que deverão seguir as normas gerais editadas pelo órgão regulador estatal — atualmente referido papel é exercido pela CVM (art. 18, I, “d”, da Lei Federal nº 6.385, alterada pela Lei Federal nº 10.411/2002), que edita normas gerais em conformidade com as diretrizes emanadas pelo CMN (art. 6º e 7º da Lei Federal nº 4.728/65)<sup>12</sup>, que possui atribuições para o exercício das funções normativa, investigativa e sancionatória (SEIXAS e LIBERALINO 2019) (CARVALHO 2011).

Aliás, o art. 17, §1º, da Lei Federal nº 6.385, alterada pela Lei Federal nº 10.303/2001 explicita com grande clareza o papel das Bolsas de Valores como entidades privadas com competência auxiliar aos órgãos reguladores:

Art. 17. §1º. Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

Esse é o quadro normativo vigente no Brasil, por meio do qual é perceptível a previsão legal para a prática de autorregulação no mercado de capitais brasileiro, bem como o papel da Bolsa de Valores para tanto, auxiliando a CVM na boa gestão desse mercado.

### 3.3.2 As disposições da IOSCO

Ainda no que tange à autorregulação no mercado de capitais, é importante destacar que há uma entidade internacional que apresenta diretrizes quanto ao tema. É a *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*<sup>13</sup>, que congrega órgãos reguladores de diversos países, do qual a CVM faz parte.

GOES (2018) aponta dois relatórios da IOSCO como especialmente importantes para o tratamento da autorregulação perante o sistema de regulação do mercado de capitais. Trata-se do “*Objectives and Principles of Securities Regulation*”<sup>14</sup> (IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation* 2017) e do “*Model for Effective Regulation*”<sup>15</sup> (IOSCO 2000), muito embora referida entidade reconheça que se tratam de diretrizes gerais, que deverão ser adequadas aos objetivos e às necessidades de cada mercado e regime regulatório concreto.

<sup>11</sup> Reitera-se que o presente trabalho não difere as Bolsas de Valores das Bolsas de Mercadorias e Futuros, uma vez que há apenas uma instituição atualmente em funcionamento no Brasil – a B.3. S.A. -, e que ela cumula a atribuição de ambas.

<sup>12</sup> O debate quanto às atribuições de cada uma dessas entidades públicas foi apresentado nos subitens anteriores.

<sup>13</sup> Tradução livre: Organização Internacional das Agências de Mercados Mobiliários.

<sup>14</sup> Tradução livre: Objetivos e princípios para a regulação de mercados mobiliários.

<sup>15</sup> Tradução livre: Modelo para efetividade de regulação.

Referido autor reconhece quatro recomendações para o funcionamento das entidades de autorregulação com base naqueles documentos: (i) no desempenho de sua função de criação de regras, deve viabilizar a participação da indústria (os agentes de mercado); (ii) deve realizar a atividade de fiscalização e supervisão dos agentes de mercado que estão sob sua incumbência; (iii) deve desempenhar função sancionatória de referidos agentes; e (iv) deve exercer suas funções de forma transparente e “*accountable*” (controlável).

GOES (2018) aponta que apenas a primeira recomendação não foi integralmente adotada pelo sistema regulatório brasileiro, uma vez que a Instrução CVM 461/2007, em seus artigos 14 e seguintes, determinou que a competência para edição de normas fosse genericamente de responsabilidade da entidade administradora do mercado de bolsa, e não do seu órgão de autorregulamentação – cujas competências são taxativas.

O CALABRÓ (2010, 21) aponta três possíveis causas para tal opção: (i) a preservação da especialidade funcional do órgão de autorregulação das Bolsas de Valores, que são voltados exclusivamente à garantia de integridade do mercado; (ii) as Instruções da CVM preveem as principais regras normativas, de modo que as novas apenas as complementariam, sem poder propor modelo complementar ou diferente; e (iii) a exigência de que a CVM valide as regras criadas pela entidade administradora para que vigorem, o que configura um controle *a priori*, o que não é típico da autorregulação.

Constatou-se que o 6º princípio referente ao regulador constante do item A do relatório “*Objectives and Principles of Securities Regulation*” (IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation 2017) possui aderência ao presente trabalho: ele indica que “*the regulator should have or contribute to a process to identify, monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate*”<sup>16</sup>.

Este princípio é objeto de um relatório próprio, no qual há recomendação para que os órgãos responsáveis pela regulação do mercado de capitais possuam um procedimento de “*circuit breaker*” para a prevenção de propagação de riscos (2011, 46), conforme noticiado pela Correspondência IOSCO/MS/02/2011 (IOSCO 2011).

Esse tema será melhor abordado nas seções subsequentes.

### 3.3.3 A Resolução CMN nº 2.690, de 26.01.2000, e Instrução CVM nº 461, de 23.10.2007

Como visto nas seções precedentes, a estrutura legal da regulamentação do mercado de capitais brasileiro é balizada pelas Leis Federais nº 4.595/1964, nº 4.728/1965 e nº 6.385/1976, e respectivas alterações. Nesse microssistema normativo, estabeleceu-se, resumidamente, três entidades responsáveis por editar normas (i) o CMN, que edita normas gerais – ou *standards* -, (ii) a CVM, que edita normas mais detalhadas e (iii) as Bolsas de Valores, que exercem a autorregulamentação legal.

O CMN, como mencionado acima, exerceu a sua competência normativa especialmente por meio da Resolução CMN nº 2.690/2000, que “*altera e consolida normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores*”. Ela divide-se em dez capítulos, nos quais dispõe sobre (i) as características das Bolsas de Valores, as condições para sua autorização e funcionamento, (ii) as características e requisitos para as sociedades membros das Bolsas de Valores, (iii) as características das sociedades permissionárias, (iv) as diretrizes e objetos das operações em Bolsas de Valores, (v) as características do Fundo de Garantia de ressarcimentos de prejuízos, (vi) as noções gerais do registro das operações realizadas, (vii) o poder disciplinar que poderá ser exercido pelas bolsas de valores, (viii) as competências da CVM, (ix) as disposições gerais e (x) as disposições finais.

---

<sup>16</sup> Tradução livre: O regulador deve possuir ou contribuir para que haja um processo de identificação, monitoramento, mitigação e manejo de riscos sistêmicos, e que este seja compatível com esse encargo.

Por sua vez, a CVM editou a Instrução CVM nº 461/2007, que “*disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado*”. Ela possui um preâmbulo (“*âmbito e finalidade*”) e dez capítulos, que tratam sobre (i) a abrangência dos mercados regulamentos de valores mobiliários, (ii) as noções e classificações aplicáveis ao mercado organizado de valores mobiliários, (iii) o delineamento específico das entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários, (iv) a estrutura de autorregulação dos mercados organizados, suas organizações, competências e funções, (v) as normas para operação nos mercados organizados, (vi) as características do mercado de bolsa, (vii) as características do mercado de balcão organizado, (viii) os principais procedimentos, inclusive de autorização de funcionamento e de aplicação de sanções, (ix) as competências reservadas à CVM, e (x) as disposições transitórias.

Apesar de não haver menção expressa na instrução da CVM, a sua análise deixa clara a compatibilidade entre as duas normas infralegais em apreço. Ambas constituem um sistema bastante rígido para organização das Bolsas de Valores, prevendo detalhadamente quais serão os seus órgãos mínimos e as respectivas funções e requisitos, o que dá maior estabilidade àqueles que atuam no sistema.

As Bolsas de Valores são classificadas como um “mercado organizado”, que deve ser gerido por uma **entidade administradora** aprovada pela CVM, pessoa jurídica de direito privado constituída como associação ou sociedade anônima (art. 9º), sem participação estatal. A esta entidade caberá “*aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados*”, conforme dispõe o art. 15 da Instrução CVM nº 461/2007. Essas regras deverão possuir, no mínimo, os seguintes elementos:

Art. 15. Caberá à entidade administradora aprovar regras de organização e funcionamento dos mercados por ela administrados, abrangendo, no mínimo, o seguinte:

I – condições para admissão e permanência como pessoa autorizada a operar nos mercados por ela administrados, inclusive na condição de sócio, quando exigida, observado o disposto no art. 51, §2º;

II – procedimento de admissão, suspensão e exclusão das pessoas autorizadas a operar nos mercados por ela administrados, inclusive na condição de sócio, quando exigida;

III – definição das classes, direitos e responsabilidades das pessoas autorizadas a operar nos mercados por ela administrados;

IV – definição das operações permitidas nos mercados por ela administrados, assim como as estruturas de fiscalização dos negócios realizados;

V – condições para admissão à negociação e manutenção da autorização à negociação de valores mobiliários nos mercados por ela administrados, bem como as hipóteses de suspensão e cancelamento da autorização para negociação; e

VI – criação e funcionamento de departamento de auto-regulação, na forma da Seção II do Capítulo IV.

É de se notar que a CVM pode recusar a aprovação ou exigir a alteração de alguma regra, conforme for o caso. Tratam-se de duas formas distintas de tutela<sup>17</sup> da entidade administradora, uma *a priori* ou *a posteriori*.

<sup>17</sup> Utiliza-se, aqui, o conceito jurídico de tutela como forma específica de desempenho de competências hierárquicas de modo a construir utilidade pública conforme delimitou SAAD (2017). Neste ponto, o conceito aplica-se em razão da obrigação legal das normas emitidas pelo autorregulador serem aprovadas pelo regulador estatal, demonstrando que há uma relação de sobreposição entre a capacidade normativa de ambas as entidades, por mais que se tratem de pessoas jurídicas diferentes e autônomas.

No artigo 19 de referida instrução há os órgãos obrigatórios da entidade administradora (aliás, em complemento às disposições da Resolução CMN nº 2.690), que deverão possuir os deveres e responsabilidades previstos na Instrução. São eles: (i) o Conselho de Administração, (ii) o Diretor-Geral, (iii) o Conselho de Autorregulação, (iv) o Departamento de Autorregulação e (v) o Diretor do Departamento de Autorregulação.

O §2º de referido dispositivo afirma que somente os três últimos órgãos possuem competência para a autorregulamentação. Trata-se de autorregulamentação quanto a (i) fiscalização e supervisão de agentes de mercado, (ii) procedimentos sancionatórios dos mesmos e (iii) adoção de procedimentos de transparência e “*accountability*”, como exposto acima (Capítulo IV da norma).

Aqui identificou-se um problema em relação às constatações que feitas pela literatura citada na seção anterior. Muito embora o §2º afirme que “*as atividades de autorregulação competem exclusivamente aos órgãos mencionados*”, as regras de **organização e funcionamento** são atribuídas de forma genérica à **entidade administradora**. Ora, não se encontra entre as competências dos três órgãos nominados como de “autorregulação”, mencionados acima, a edição de normas de organização e funcionamento – regras burocráticas da operação do mercado organizado que são de competência da Bolsa de Valores, não do regulador estatal.

Dessa constatação há algumas hipóteses que devem ser tratadas com maior cuidado em trabalhos futuros: (i) os órgãos nominados como de autorregulação previstos pela Instrução CVM nº 461 possuem apenas competências típicas de controladoria e correição do mercado regulado, (ii) a competência para a edição de normas de funcionamento de mercado foi delegada à **entidade administrativa**, que edita normas cogentes e que restringe os direitos de agentes de mercado, portanto aparenta ser norma de **autorregulação** setorial, (iii) dos quatro pilares da autorregulamentação, na seção 3.3.2, o primeiro foi atribuído de forma genérica à entidade administradora, enquanto os demais o foram a órgãos específicos, porém todos foram delegados àquela mesma pessoa jurídica, e (iv) portanto, discorda-se de GOES e CALABRÓ: os quatro pilares da **autorregulação estão presentes no sistema brasileiro**, mas não na estrutura independente de autorregulação, que é mais propriamente controlador-correicional.

Pois bem, importa analisar se referidas normas regulamentadoras possuem regras ou princípios que se enquadrem no objeto do presente estudo, a interrupção do funcionamento dos mercados em razão de funcionamento anormal de mercado.

A Instrução CVM nº 461/2007, no Capítulo V, que trata das operações nos mercados organizados, traz diretrizes que preveem tal possibilidade. Em primeiro lugar, o art. 50 traz duas balizas importantes para discussão (i) a transparência nas ofertas e operações e (ii) a adequada formação de preços – como veremos na seção subsequente, eles são relevantes para a eficiência da adoção de mecanismos de interrupção.

A seguir, destaca-se o parágrafo único de seu art. 42:

Art. 42. A entidade administradora deve manter um Departamento de Auto-Regulação com a função de exercer primariamente, observada a competência do Conselho de Auto-Regulação (art. 46), a fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade e das pessoas ali autorizadas a operar.

Parágrafo único. A entidade administradora deve estabelecer mecanismos e procedimentos eficazes para que o Departamento fiscalize a observância de suas regras e normas de conduta, bem como da regulamentação vigente, de maneira a identificar violações, condições anormais de negociação ou comportamentos suscetíveis de por em risco a regularidade de funcionamento, a transparência e a credibilidade do mercado.

Referido dispositivo evidencia que cabe a **entidade administradora** editar normas que auxiliem a identificação de condições de anormalidade de negociações. Ora, é cediço no âmbito jurídico que não pode haver a concessão de dever sem os meios para exercê-lo, conforme a teoria dos poderes implícitos. Dessa sorte, entende-se que a entidade administradora deve editar normas que visem a identificação de comportamento anormal do mercado, e meios de evitar que ele afete a credibilidade do mercado.

Frise-se que o art. 24 concede ao Conselho de Administração (inciso III) poderes para determinar o recesso **total ou parcial, do mercado**, e o art. 64, inciso I, delega a mesma função ao Diretor-Geral, porém de forma cautelar.

É importante que se olhe com atenção ao art. 60, cujo *caput* dispõe: “As normas de funcionamento da entidade administradora de mercado organizado devem disciplinar as situações em que se procederá à suspensão da negociação ou à exclusão dos valores mobiliários admitidos à negociação, bem como as informações a serem prestadas relativamente aos valores mobiliários atingidos por tais medidas.”. É possível interpretar este dispositivo em um sentido quase correicional, como dá a entender os seus §1º e §2º, que preveem situações em que a comercialização de um ativo deverá ser suspensa (ou excluída); são hipóteses vinculadas à má-gestão ou a perda de requisitos para sua negociação.

Propõe-se uma outra interpretação dele. O trecho grifado pode ter função **prudencial**, ou seja, de exigir a edição de normas para a suspensão da negociação (de um ativo ou do mercado todo) em razão de algum funcionamento atípico do mercado, como o de excesso de volatilidade.

O art. 61 ressalva essa mesma competência à CVM de forma genérica, que é reforçada pelo art. 118, que dispõe que é competência da CVM “*IV – decretar o recesso de mercado organizado de valores mobiliários, com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, definidas na regulamentação vigente*”. Essa competência está prevista nos mesmos termos no art. 68, inciso IV, da Resolução CMN nº 2.960/2000.

A referida Resolução do CMN traz outros elementos pertinentes (e mais genéricos) ao cenário normativo. O seu art. 21, inciso XIV, aponta como competência de o Diretor-Geral “*suspender a negociação de quaisquer títulos ou valores mobiliários admitidos na bolsa de valores*”, sem especificar a que título – podendo ser disciplinar ou prudencial. Seu art. 62, inciso III, prevê como competência de as Bolsas de Valores “*suspender a negociação, em seu recinto, de títulos e valores imobiliários*” de forma cautelar, sem também restringir a natureza dessa suspensão.

Percebe-se, portanto, que as normas do CMN e da CVM preveem competência para que a CVM suspenda a negociação de valores mobiliários em razão de conduta atípica de mercado. Todavia, também delegam referida competência à entidade administradora da Bolsa de Valores para fazê-lo, especialmente ao seu Diretor-Geral. Dessa sorte, o papel para editar normas quanto a matéria é de sua competência, não do órgão autônomo de autorregulação.

Conclui-se a presente seção com a constatação de que há, sim, competência de autorregulação quanto a normas de funcionamento das Bolsas de Valores, inclusive para a interrupção da negociação de ativos.

## **4 COMBATE AOS EFEITOS DANOSOS DA VOLATILIDADE ANORMAL DO MERCADO E O “CIRCUIT BREAKER”**

### **4.1 O procedimento de “circuit breaker”**

Como visto na primeira seção deste trabalho, a volatilidade é um efeito inerente ao mercado de capitais. Ocorre que este fenômeno pode transparecer uma falha de mercado quando

ocorre de forma anormal; variando de modo abrupto e em elevado percentual, pode indicar um mal funcionamento do mercado, gerando externalidades negativas.

O fenômeno descrito acima ganhou um novo horizonte de estudos em 1987, após a quebra da Bolsa de Valores de Nova York, denominado de “*black monday*”. Referido evento, ocorrido no dia 19 de outubro, gerou repercussão mundial e a sua origem foi imputada ao procedimento de arbitragem automatizado (*program trading*). Dado a uma combinação inesperada de ordens de pagamento que não poderiam ser executadas com base nos procedimentos existentes, houve uma grande incerteza quanto aos preços a que viriam a ser executadas; daí surgiu o apelo para adoção de mecanismos que adotassem a volatilidade de mercado (SANVICENTE 1996, 1).

Em razão disso, a literatura e os agentes reguladores buscam estudar esse fenômeno e oferecer soluções para mitigar esses efeitos. O primeiro (e principal) estudo foi feito a pedido do então presidente dos EUA, Ronald Reagan, à “Comissão Brady”, que estudou diversos mecanismos, mas defendeu a adoção do “*circuit breaker*” para atenuar os impactos de movimentações de mercado que pudessem gerar danos à sua infraestrutura (ACKERT 2012, 5), conforme o relatório intitulado “*The Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms*”.

Acontece que o “*circuit breaker*” é um mecanismo pensado para combater um eventual *excesso de volatilidade*. SANTONI & LIU (1993, 261) apontam que esse é um conceito problemático, pois sugere que há períodos em que o efeito manada induziria alguns investidores a pressionarem o nível do preço das ações (para cima ou para baixo), enquanto outros permaneceriam calmos e saberiam que essas variações seriam insustentáveis a longo prazo. O “*circuit breaker*” coloca-se como uma tentativa de prevenir a volatilidade excessiva dos preços ao impedir ou restringir a realização de certas negociações<sup>18</sup>.

O mecanismo foi objeto de intensas análises pela literatura, que divergiu quanto às suas vantagens e desvantagens, havendo estudos econômicos divergentes quanto à sua efetividade sobre a racionalidade na formação dos preços<sup>19</sup>. A IOSCO (1992, 7) elaborou um relatório no qual elencou as principais vantagens e desvantagens do mecanismo:

---

<sup>18</sup> Ao analisar a crise de 1987, é interessante a consideração de SHILLER (SHILLER, Investor behavior in the October 1987 stock market crash: survey evidence 1987): “*The actual decision to buy or sell on October 19 seems to be only weakly related to interpretations of recent news events that investors rated as important: there was little difference between buyers and sellers on the importance rating that was given to news events. Respondents apparently did not have a clear theory how these past news events translated into predictions of market price movements on October 19, yet very many respondents still had predictions. It would thus be wrong to say, as many have done, that the market drop on October 19, 1987 ought to be interpreted as a statement of public opinion about some fundamental economic factor, e. g., that there is lack of confidence in the White House or Congress. At best, any such opinions probably played a role in the crash mainly as they affected the vague intuitive assessments people under great stress made about the tendency of prices to continue or reverse, or about how other investors will react to the current situation.*”

<sup>19</sup> SANTONI & LIU, por exemplo, apontam que análises do mercado nos EUA entre 1962 e 1991 “*are not consistente with hypothesis that adoption and revision of circuit breaker rules reduces the conditional variance of stock returns*” (1993, 272);

SUBRAHMANYAM faz uma análise ampla da literatura sobre o tema, e também alcança uma posição cética sobre o mecanismo: “*the bulk of literature has not found consistently compelling and solid evidence that circuit breakers or discretionary trading halts or price limits reduce volatility or enhance price discovery. The benefits of trade impediments such as breakers may exist as informal arguments but do not receive much support in the data. I suspect that the popularity of such impediments to trade may be to provide an assurance to the lay public that their ‘wealth is being protected’. In my view, however, the primary focus should be more on deterring the root causes of sudden, large, and short-lived fluctuations in financial markets than on blocking the process of price discovery. We now turn to this issue in the context of a phenomenon that has renewed interest in circuit breakers, the rise of automated trading, which is thought to have been partially responsible for the ‘flash crash’ of May 2010.*” (2012, 7).

Por sua vez, especialistas analisaram o mercado europeu e constataron que “*we find that price volatility, measure by normalised standard deviation of mid-prices, declines significantly in both halted and cross-listed stocks at*

Vantagens	Desvantagens
O “ <i>circuit breaker</i> ” fornece um intervalo para que (i) o frenesi de negociações se acalme e (ii) permitir que os agentes de mercado avaliem a sua capacidade financeira.	Afetam as estratégias de gerenciamento de risco dos agentes de mercado.
O intervalo facilita a formação de preços, de modo que se avalie e dê publicidade a isso, amortecendo a excessiva volatilidade de mercado.	Privam os investidores de oportunidades de negócios, impedindo que as entradas e saídas ocorram livremente.
-	Impactam negativamente a formação de preços.
-	Aumentam as distorções entre o preço das ações e a indexação de preços futuros.
-	Incentivam investidores a buscarem mercados alternativos que não possuam o “ <i>circuit breaker</i> ”, ou mecanismo similar.

Tabela 1 - Vantagens e desvantagens do “*circuit breaker*” conforme relatório da IOSCO

Inobstante a extensa discussão quanto aos seus custos e benefícios, fato é que o mecanismo de “*circuit breaker*” foi adotado por diversos sistemas de regulação de mercado de capitais, inclusive nos EUA e no Brasil. Nesse sentido, “*a world with no impediments to trade is optimal if all traders are rational, do not make errors, and are able to develop algorithms that incorporate all possible contingencies. Since we do not live in such a world, safeguards like a market circuit breaker rule with wide thresholds and a limit up-limit down mechanism are prudent*” (ACKERT 2012, 15).

É importante destacar que o mecanismo pode ser aplicado tanto para todo o sistema de negociação, como para o de ações individuais. Uma vez que seu intuito principal é fornecer um intervalo para que os agentes de mercado encontrem tempo para atuar de forma mais racional, não há razões aparentes para que ele não seja adotado dessas duas formas, como adotado nos EUA (o plano *LULD* em conjunto com o mecanismo previsto no regulamento das Bolsas de Valores).

Ocorre que o Brasil adota um sistema diferente. Como se verá mais detalhadamente nas próximas seções, o mecanismo nacional de “*circuit breaker*” é adotado como forma de proteger o mercado de capitais de uma forma mais ampla, medida por meio da variação do índice de referência.

Outro mecanismo pretende proteger o investidor contra variações atípicas de ativos considerados individualmente: a adoção de leilão de ações com base em um preço teórico desenvolvido por meio de balizas pré-definidas. Essa solução pretende “esfriar” as negociações, um aparente meio termo entre a atuação livre do mercado e uma paralisação rígida: mantém-se um ambiente controlado de negociações, evitam-se as decisões rápidas e pouco refletidas, bem como mantém-se a formação de preços aberta e a sinalização dela decorrente ao mercado<sup>20</sup>.

*different time intervals (10, 5 and 2 minutes after the CB). However, calmer trading conditions come at the cost of higher spreads; the relative bid-ask spreads significantly increase after the halt, and the increase is even more pronounced for stocks cross-listed compared to the halted instruments. Our analysis of the discovery process shows that it is not negatively affected by the CB; on the contrary, we find CB auction prices provide incremental information for participants helping to return to orderly trading. In particular for large cap stocks, where price dissonances are found to be larger, CB auction prices contributed to reducing about 78 percent of price uncertainty. Finally, we take advantage of the cross-venue character of our database and analyses the impact of CBs on cross-listed instruments, differentiating by reference and satellite markets. (GUILLAUMIE, et al. 2020)”*

<sup>20</sup> Sobre o proveito que as empresas obtêm da formação de preços, ver SUBRAHMANYAM (2012, 8-9).



Não há, todavia, um impedimento legislativo para a substituição dos sistemas, ou mesmo da mescla deles – como a adoção de um mecanismo de interrupção de negociações e, caso a volatilidade permaneça atípica, realizar o leilão. Trata-se de opção regulatória, que se deve basear conforme às peculiaridades de cada mercado, a própria IOSCO aponta que há diversos meios de enfrentar riscos sistêmicos, cada um com benefícios e custos próprios (Mitigating Systemic Risk: a role for securities regulators 2011).

A regulação brasileira possui diversos instrumentos regulatórios que indicam que a opção de interrupção das negociações como alternativa preferencial do sistema; é o caso do art. 9º, §1º, da Lei Federal nº 6.385/1976, que atribui poderes à CVM para suspender a negociação de determinado valor imobiliário ou do próprio funcionamento da Bolsa de Valores com o intuito de “prevenir ou corrigir situações anormais do mercado”.

Uma previsão apenas genérica de poderes para interromper a negociação de ativos também possui uma função em si. Inclusive, SUBRAHMANYAM (2012, 12) aponta que, embora a ausência de critérios possa gerar um receio de que o mecanismo seja utilizado arbitrariamente, também pode funcionar como um meio de intimidação suficiente para que os algoritmos de mercado sejam projetados para minimizar a probabilidade de que uma crise derivada de um efeito negativo da volatilidade (como a ausência de liquidez do mercado) ocorra.

Importa destacar que o “*circuit breaker*” foi acionado 20 vezes pela Bolsa de Valores no Brasil para conter um comportamento atípico do mercado. As principais ocorrências foram:

<b>Evento gerador</b>	<b>Ano</b>	<b>Datas de acionamento</b>
<b>Crise financeira na Ásia</b>	1997	07.11
		12.11
		21.08
<b>Crise russa</b>	1998	04.09
		10.09
		17.09
		13.01
<b>Câmbio flutuante</b>	1999	14.01
		29.09
		06.10
<b>Crise financeira internacional</b>	2008	10.10
		15.10
		22.10
		18.05
<b>Delação da JBS (“Joesley Day”)</b>	2017	09.03
		11.03
<b>Guerra do petróleo e crise do COVID-19</b>	2020	12.03 (duas vezes)
		16.03
		18.03

Tabela 2 - Ocorrências de “*circuit breaker*” no Brasil (FOGAÇA 2020)

Ressalta-se que o item 64 da Diretiva 214/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia exige que as plataformas de negociação de ativos financeiros possuam mecanismos de “*circuit breaker*”, porém não regulamenta a questão com maior detalhamento. É por essa razão que não se fará uma análise mais detida do mecanismo naquele mercado.

#### 4.2 “Plan Limit-UP — Limit-Down” (LULD)

Este trabalho já abordou que os EUA desenvolveram sistemas de combate à volatilidade anormal de mercado a partir da crise financeira de 1987, entre os quais o de interrupção de negociações, o “*circuit breaker*”. Pois bem, hoje possuem dois sistemas específicos, um referente à variação de ações individualmente consideradas e outro para todo o sistema (“*market-wide circuit breaker*”).

Em 2012 a SEC aprovou um sistema piloto contra a volatilidade extraordinária do mercado, o chamado “*Plan National Market System Plan*” ou “*Limit Up/Limit Down (LULD)*”, o qual foi feito permanente em 11.04.2019, nos termos da Seção 11A do *The Securities Exchange Act of 1934* (Operating Committee of The Plan to Address Extraordinary Market Volatility 2020).

O “*LULD Plan*” é administrado por um comitê operacional específico e independente, composto por representantes dos administradores dos mercados organizados que aderiram a ele<sup>21</sup>, cujo objetivo é sumarizado em seu preâmbulo (2019, 1):

The Participants submit to the SEC this Plan establishing procedures to address extraordinary volatility in NMS Stocks. The procedures provide for market-wide limit up-limit down requirements that prevent trades in individual NMS Stocks from occurring outside of the specified Price Bands. These limit up-limit down requirements are coupled with Trading Pauses to accommodate more fundamental price moves. The Plan procedures are designed, among other things, to protect investors and promote fair and orderly markets. The Participants developed this Plan pursuant to Rule 608(a)(3) of Regulation NMS under the Exchange Act, which authorizes the Participants to act jointly in preparing, filing, and implementing national market system plans.

O plano tem como premissa a existência de faixas de preço de negociação das ações, fora das quais supõe-se haver uma volatilidade atípica, extraordinária. A base para fixação de referidos valores é a variação percentual, acima ou abaixo, do preço de um ativo comparado ao seu valor no período de cinco minutos precedentes. Para tanto, as ações são discriminadas em dois grupos: “*Tier 1*” e “*Tier 2*”; a primeira engloba as ações que compõe o S&P 500<sup>22</sup>, o Russel 1000<sup>23</sup> e uma seleção de “*Exchange Traded Products*” (ETP’s)<sup>24</sup>, enquanto a segunda contempla os demais ativos negociados.

O sítio eletrônico de referido plano apresenta a seguinte tabela de referência:

<b>TIER 1 and TIER 2 symbols below \$3.00</b>	
<b>Previous closing price</b>	<b>Percentage parameter</b>
<b>Greater than \$3.00</b>	5%
<b>\$0.75 up to and including \$3.00</b>	20%
<b>Less than \$0.75</b>	Lesser of \$0.15 or 75%
<b>TIER 2 Securities</b>	
<b>Previous closing price</b>	<b>Percentage parameter</b>
<b>Greater than \$3.00</b>	10%

<sup>21</sup> Cboe BZX Exchange, Inc., Cboe BYX Exchange, Inc., Cboe EDGX Exchange, Inc., Cboe EDGA Exchange, Inc., Financial Industry Regulatory Authority, Inc., Investors Exchange LLC, Long-Term Stock Exchange, NASDAQ BX, Inc., NASDAQ PHLX LLC, The Nasdaq Stock Market LLC, New York Stock Exchange LLC, NYSE American LLC, NYSE Arca, Inc., NYSE Chicago, Inc., and NYSE National, Inc.

<sup>22</sup> Índice de referência de ações americanas que engloba às 500 empresas líderes, conforme metodologia específica.

<sup>23</sup> Índice de referência que inclui 1000 ações de alto ranking de mercado, conforme metodologia específica.

<sup>24</sup> Espécie de fundo de investimento com maior autonomia de entrada e saída.

Tabela 3 - Variações por classificação de ação conforme o LULD Plan

Conforme as ações variam além desses valores, poderá ocorrer a suspensão da negociação do respectivo ativo por um período específico.

Por sua vez, a interrupção global de ativos é tratada de forma isolada por cada um dos mercados organizados dos EUA, esse mecanismo é chamado de “*Market-wide circuit breaker*” e é aplicado quando houver uma queda abrupta de todo o mercado.

A New York Stock Exchange (NYSE) regulamentou esse procedimento por meio da “Rule 7.12E”<sup>25</sup>, que aplica a interrupção em razão de variação no índice S&P 500 em relação ao seu fechamento no dia anterior. O sistema é acionado em 3 níveis: o primeiro quando a variação é de 7%, o segundo de 13% e o terceiro de 20%, todos para baixo. Os dois primeiros níveis implicam na interrupção por 15 minutos, enquanto o terceiro suspende as negociações pelo restante do dia. Essa mesma regra é aplicada aos demais mercados organizados em que as regras da NYSE têm efeito (NYSE Group Inc. 2012).

Sendo assim, percebe-se que a regulação do mercado de capitais nos EUA prevê (i) um mecanismo de proteção contra variações abruptas de ações individuais, tanto para desvalorização, quanto para valorização, o chamado *LULD Plan* e (ii) um mecanismo de interrupção das negociações em razão de um declínio abrupto do índice de referência.

### 4.3 O Regulamento da B.3. S.A.

O mecanismo do “*circuit breaker*” está previsto no art. 83, II, do Regulamento de Negociação da B3” (versão de 05.08.2019), cujo detalhamento consta no **Manual de Procedimentos Operacionais da BR3, versão 16/12/2019** (B3 2019), especificamente no item 10 do Capítulo III (“negociação”) do Título II (“Ambiente de Negociação”).

Referido dispositivo normativo define o mecanismo como “*o procedimento operacional que interrompe a negociação de ativos, das opções referenciadas em ações, sobre Ibovespa, sobre IBrX-50 e cotas de fundo de índice (ETF), renda fixa privada, em momentos ATÍPICOS de mercado em que há EXCESSIVA VOLATILIDADE.*”

Neste momento é possível constatar algumas conclusões parciais:

- 1) O “*circuit breaker*” é um **mecanismo de interrupção de negociação;**
- 2) Ele ocorre em momentos de **excessiva volatilidade;** e
- 3) A volatilidade deve ser **atípica.**

Essas conclusões, por sua vez, podem ser caracterizadas como **balizas, princípios ou normas abertas** sobre a regulamentação do tema. As **normas concretizadoras**, que definem como será procedimentalizado o “*circuit breaker*”, constam no mesmo item 10, nos seguintes termos:

“(…) Para tanto, aplicam-se, em ordem sequencial, as seguintes regras:  
1 - quando o Ibovespa desvalorizar 10% (dez por cento) em relação ao índice de fechamento do dia anterior, a negociação dos ativos, dos derivativos e de renda fixa privada é interrompida por 30 (trinta) minutos;

<sup>25</sup> Referida norma está em revisão, conforme a correspondência SR-NYSEARCA-2020-23, de 18.03.2020 (NYSE Arca, inc. 2020). Ela permanecerá vigente até o dia 18.10.2020, caso não tenha sua vigência confirmada, a regra 80B voltará a valer.

*II – reabertas as negociações, caso a variação do Ibovespa atinja oscilação negativa de 15% (quinze por cento) em relação ao índice de fechamento do dia anterior, a negociação dos ativos, dos derivativos e de renda fixa privada é interrompida por 1 (uma) hora;*

*III – reabertas as negociações, caso a variação do Ibovespa atinja oscilação negativa de 20% (vinte por cento) em relação ao índice de fechamento do dia anterior, a B3 pode determinar a suspensão da negociação de ativos, de opções e de renda fixa privada por período por ela definido. Nesse caso, o mercado deve ser comunicado pelos canais usuais de divulgação das informações da B3.”<sup>26</sup>*

Percebe-se que o procedimento de interrupção das negociações previstos no **Manual de Procedimentos Operacionais** (B3 2019) protege o mercado contra a **desvalorização brusca de ativos**, adotando como parâmetro a variação do índice Ibovespa além de sua volatilidade histórica normal (YAMAGUCHI 2005, 45).

No que tange aos ativos individualizados, há um regramento específico no item 6 do mesmo Capítulo III (em especial, o subitem 6.5.1.4). Trata-se da realização de leilão comum para ativos que apresentem volatilidade atípica, nos termos da Instrução CVM nº 168/1991, sem prever um procedimento similar ao “*circuit breaker*”.

Portanto (i) não há um mecanismo que blinde o mercado contra uma **valorização atípica**, que pode indicar eventual fraude<sup>27</sup> (*limit-up*), e (ii) o mecanismo é ativado apenas **quando ocorrer a desvalorização do índice geral** (Ibovespa), de modo que **não se aplica a ações individuais**, que são abrangidos pelo mecanismo de leilão quando apresentam alta volatilidade.

## 5 CONCLUSÃO: UMA PROPOSTA DE ADEQUAÇÃO AO REGULAMENTO DA B3 S.A.

A volatilidade é inerente ao mercado de capitais, especialmente no que tange a flutuação do valor das ações. É natural que este fenômeno ocorra, porém faz parte do papel do Estado mitigar que eventuais anomalias do mercado afetem de forma exagerada o investidor.

Pela peculiaridade da natureza do mercado de capitais, o trabalho abordou a relevância da autorregulação de seus agentes, bem como demonstrou que a sua efetividade é parcialmente reconhecida pela literatura.

No cenário brasileiro, notou-se que a CVM é o ente público competente para regulamentar o funcionamento das Bolsas de Valores, em conformidade às orientações do CMN. Ela o fez por meio da Instrução CVM nº 461/2007, a qual seguiu às diretrizes da Resolução CMN nº 2.690/2000. De destacar-se que deve haver coordenação entre as regulamentações expedidas pela CVM e pelo BACEN sempre que houver o tangenciamento de suas competências.

Atualmente há apenas uma Bolsa de Valores existente no Brasil, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, cujos procedimentos são oriundos de autorregulamentação e estão consolidados no **Manual de Procedimentos Operacionais** (B3 2019). O seu título II prevê o funcionamento do ambiente de negociação de ações.

Também foi constatado que a volatilidade do mercado de capitais pode gerar fenômenos negativos quanto a **elevação atípica de uma ação** (que pode indicar fraude, como

<sup>26</sup> O item 10.1 também traz regras sobre o encerramento das negociações nos dias em que o procedimento de “*circuit breaker*” for adotado – que pode ser consultado no Manual mencionado.

<sup>27</sup> Aliás, a fragilidade do controle de punições no mercado de capitais brasileiros é bem tratada no artigo já citado de SEIXAS, Luiz Felipe Monteiro e LIBERALINO, Ana Paula da Silva.

o exemplo das informações privilegiadas) ou a **desvalorização abrupta de dada ação ou do índice de referência**.

O procedimento do “*circuit breaker*” tem como principal função evitar que esses **fenômenos contaminem a negociação de ações em um efeito cascata**, afetando inadvertidamente os investidores. A finalidade do mecanismo é **franquear um lapso temporal para que o investidor possa definir sua atuação de forma racional frente ao mercado, de tal forma que não deprecie seu patrimônio em atuação defensiva frente a determinada postura atípica do mercado**<sup>28</sup> — deve haver ação, não mera reação às movimentações financeiras. Parte relevante da literatura mostra-se crítica a eficiência desse procedimento (SUBRAHMANYAM 2012).

Percebeu-se que o Manual de procedimentos da B3 S.A. **possui mecanismos que protegem os investidores contra a desvalorização abrupta do índice de referência**, adotando um mecanismo de negociações mais rígido quando há variação (para cima ou para baixo) de um ativo específico (leilão). Viu-se que os EUA possuem solução mais completa, prevendo mecanismos diversos para mitigar efeitos gerados pela volatilidade constatada pela variação do índice de referência (NYSE, Rule 7.12E) e outro pela variação de uma ação específica (*Plan LULD*), o que reflete o **amadurecimento institucional do mercado de capitais norte-americano**.

Constatou-se que a CVM possui competência legal genérica para suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado — o que se assemelha a um “*circuit breaker*” em branco.

O presente trabalho constatou que **há casos relevantes no Brasil que já demonstraram a necessidade de que haja uma proteção maior dos investidores contra esses cenários de instabilidade**. Cita-se o caso da variação abrupta das ações da JBS, o chamado “Joesley Day”, no qual, dias antes da celebração de acordo de delação premiada no âmbito da Lava Jato, houve o vazamento de informações sigilosas que prejudicaram de forma injusta alguns agentes de mercado (BASSOTTO 2019).

Ademais, a instabilidade das políticas macroeconômicas no Brasil provoca alterações microeconômicas que refletem sobre o mercado de capitais que contribui para uma volatilidade excessiva, como apontam GALVÃO *et al.* (2000, 19) “*a instabilidade nas políticas econômicas governamentais ou as modificações exógenas no volume de transações são muito mais importantes para justificar oscilações nesses mercados do que um possível caráter inerentemente instável do mercado futuro*”; a relevância de efeitos exógenos na volatilidade do mercados também foi constatada mais recentemente por OLIVEIRA & MARANHÃO (2017) e é amplamente reconhecida na literatura como um fator que coíbe o crescimento do mercado de capitais brasileiro. Esse cenário **desincentiva que a previsão quanto a interrupção de negociações seja competência genérica do regulador (mecanismo de dissuasão), demandando regulamentação clara**.

A conclusão do presente trabalho é no sentido de que os itens 6 e 10 do Capítulo III do Título II do Manual de Procedimentos Operacionais da B3 **apresentam mecanismos idôneos para enfrentar eventual volatilidade atípica do mercado de capitais, no entanto parece que seria prudente adotar um plano específico de proteção contra esse evento, inclusive atribuindo essa competência para um órgão independente**.

Um **comitê independente**, que produzisse e aplicasse um plano de contingência contra eventual volatilidade anormal do mercado, **poderia manejar melhor os riscos e benefícios**

---

<sup>28</sup> Nesse sentido, são relevantes as considerações traçadas ACKERT (2012): “The purpose of a circuit breaker is to calm the market, thereby building investor confidence and trust in the financial market.”

que a literatura aponta sobre a intervenção na livre formação dos preços<sup>29</sup>. Esse comitê, inclusive, poderia ser o próprio Departamento de Autorregulação das Bolsas de Valores, porém seria necessária a adequação da Instrução CVM nº 461/2007.

Em respeito à eficiência dos mecanismos de autorregulação, este procedimento deveria ser liderado pela própria B3 S.A. Caso não o faça, conclui-se que a CVM poderia fazê-lo, regulamentando a sua competência prevista no art. 9º, §1º, I, de sua Lei de regência, ou provocando a adaptação regulatória, conforme o 7º princípio referente ao regulador constante do item A do relatório “*Objectives and Principles of Securities Regulation*” (IOSCO 2017)<sup>30</sup>.

Futuros estudos poderão delimitar com maior precisão qual o melhor formato para o combate ao efeito manada e ao efeito magnético dos agentes de mercado, bem como quais os índices de volatilidade que podem ser considerados atípicos para o fim de ativação do “*circuit breaker*”, ou de outro mecanismo que conceda aos investidores um momento para refletir sobre a racionalidade de suas ações<sup>31</sup>. Não se deve, no entanto, desconsiderar que a eficiência do mercado permanece como um instrumento teórico bem aceito, bem como quanto à impossibilidade de prever se a ação dos agentes super- ou subestimarão as informações disponibilizadas (E. F. FAMA 1997), apesar de estudos buscarem modelos para tanto (HONG e STEIN 1999).

## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACKERT, Lucy F. *The impacts of circuit breakers on market outcomes*. UK Government’s Foresight Project, London: The Future of Computer Trading in Financial Markets, 2012.

AKERLOF, George A. “The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism.” *The Quarterly Journal of Economics*, agosto de 1970: 488-500.

AKERLOFF, G. A., e R. J. SHILLER . “Animal Spirits: how human psychology drives the Economy and why it matters for Global Capitalism.” *Princeton University Press*, 2009.

B3, B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão. “Manual de procedimentos operacionais da B3.” 15 de junho de 2019.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Curso de Direito Administrativo*. 30ª. São Paulo: Malheiros, 2013.

BASSOTTO, Lucas. *cointimes.com.br*. 2019. <https://cointimes.com.br/joesley-day-um-dos-dias-mais-loucos-da-historia-da-bovespa/> (acesso em 04 de abril de 2020).

BASTOS, Celso Ribeiro. “Regulamentação do sistema financeiro nacional.” *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, Out/Dez de 1996: 220-229.

<sup>29</sup> Inclusive, poderá adiantar-se a mudanças comportamentais do mercado, até pela adoção cada vez maior de Inteligência Artificial para negociação de ações (SUBRAHMANYAM, Stock Market circuit breakers 2012).

<sup>30</sup> “*Principle 7: The regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly.*” Tradução livre: Princípio 7: o regulador deve possuir, ou contribuir para que haja, um processo de revisão dos parâmetros de regulação com regularidade.

<sup>31</sup> Um exemplo seria a adequação dos critérios para ativação do mecanismo de interrupção das negociações em razão da liquidez do mercado ao longo do dia e do potencial efeito em cadeia (VICTOR, PERLIN e MASTELLA 2013, 397).

- BRASIL. “Lei Federal nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002.” *Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.*, Fevereiro de 2002.
- . “Lei Federal nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.” *Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.*, Outubro de 2001.
- . “Lei Federal nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.” *Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências.*, dez de 2017.
- . “Lei Federal nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.” *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.*, dezembro de 1976.
- CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. “Teoria Palco-Platéia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa.” Tese de Doutorado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, 182.
- CARVALHO, Tomás Lima de. “A regulação do mercado financeiro e a necessária intervenção estatal na autonomia privada.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, abr de 2011: 45.
- CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. “Regulação e autorregulação.” Em *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*, por Comissão de Valores Mobiliários - CVM, 183-206. Rio de Janeiro: TOP, 2017.
- COSTA, Roberto Teixeira da. “Analisando o presente e pensando o futuro: 30 anos da CVM.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Out/Dez de 2006: p. 19-31.
- CVM, Comissão de Valores Imobiliários. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: TOP, 2017.
- EIRIZIK, Nelson. “Poder de polícia da CVM frente aos auditores independentes.” *Revista de Direito Administrativo*, 1993: 384-392.
- FAMA, Eugene F. “Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance.” *Journal of Financial Economics*, 1997: 283-306.
- . “Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work.” *The Journal of Finance*, Maio de 1970: 383-417.
- . “Two pillars of asset pricing.” *The Nobel Prize's Lecture*, 2014: 365-387.
- FAMA, Rubens, Patricia Leite de Moraes CIOFFI, e Paula Augusta Rodrigues COELHO. “Contexto das finanças comportamentais: anomalia e eficiência do mercado de capitais.” *Revista de Gestão da USP*, abril/junho de 2008: 65-78.
- FOGAÇA, André. *comoinvestir.thecap.com.br*. 29 de 03 de 2020.  
<https://comoinvestir.thecap.com.br/o-que-e-circuit-breaker-bovespa-b3/> (acesso em 13 de abril de 2020).

- FONSECA, Rodrigo Garcia da. “Regulação do Sistema Financeiro Nacional.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Abr/Jun de 2004: 92-122.
- GALVÃO, Ana Beatriz C., Marcelo S. PORTUGAL, e Eduardo P. RIBEIRO. “Volatilidade e causalidade: evidências para o mercado à vista e futuro de índice de ações no Brasil.” *Revista Brasileira de Economia – RBE*, Jan/Mar de 2000: 37-56.
- GOES, Gabriela Andrade. “A influência dos padrões regulatórios da IOSCO nos modelos de autorregulação adotadas pela BSM e pela ANBIMA.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Jul/Set de 2018: 35-50.
- GUERRA, Sérgio. “Supremo Tribunal Federal - Função normativa do Conselho Monetário Nacional: regulação sistêmica e a capacidade normativa de conjuntura.” *Revista de Direito Administrativo*, 2010: 261-273.
- GUILLAUMIE, Cyrille, Giuseppe LOIACONO, Christian WINKLER, e Steffen KERN. “Market impacts of circuit breakers - Evidence from EU trading venues.” *ESMA Working Paper*, janeiro de 2020: 59.
- HONG, Harrison, e Jeremy C. STEIN. “A unified Theory of Underreaction, momentum trading, and Overreaction in asset market.” *The Journal of Finance*, dezembro de 1999: 2143-2185.
- IOSCO. “Contract design of derivative products on stock indices and measures to minimize market disruption.” The technical Committee, IOSCO, International Organization of Securities Commissions, 1992, 18.
- IOSCO, International Organization of Securities Commissions. “IOSCO/MS/02/2011.” *Media Statement*, 25 de fevereiro de 2011: 5.
- . “Mitigating Systemic Risk: a role for securities regulators.” fevereiro de 2011: 69.
- . “Model for effective regulation.” Maio de 2000: 15.
- . “Objectives and Principles of Securities Regulation.” maio de 2017: 13.
- MANKIW, N. Gregory, David ROMER, e Matthew D. SHAPIRO. “An Unbiased Reexamination of Stock Market Volatility.” *he Journal of Finance*, abril de 1985: 677-687.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. “Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores.” *Revista dos Tribunais*, jan de 1986: 23-37.
- MEDAUAR, Odete. *Direito Administrativo Moderno*. 18ª Edição, revista e atualizada. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.
- . “Regulação e auto-regulação.” *Revista de Direito Administrativo*, 2002: 123-128.
- MOREIRA, Egon Bockmann. “Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, set/dez de 1999: 106-122.



- NEVES, Heidi Rosa Florencio. “Direito administrativo sancionador e o crime de insider trading.” Dissertação de mestrado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
- NYSE Arca, inc. “Notice of Filing and Immediate Effectiveness.” 2020.
- NYSE Group Inc. “Regulation of the Exchange and its Member Organizations.” 2012.
- OLIVEIRA, Wendy Sidon Meira de, e André Nunes MARANHÃO. “Spillovers de Volatilidades Cambiais e de Mercados Financeiros Internacionais no Mercado Acionário Brasileiro.” *Rev. Bras. Finanças (Online)*, Out de 2017: 569-603.
- Operating Committee of The Plan to Address Extraordinary Market Volatillity. *Limit Up/Limit Down*. 07 de abril de 2020. <http://www.luldplan.com/index.html> (acesso em 15 de abril de 2020).
- . “The Plan to Address Extraordinary Market Volatillity.” 11 de abril de 2019.
- PACHECO, Victor Hugo Barboza. “Finanças comportamentais : um estudo sobre o impacto das delações da JBS na Bovespa.” Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) , Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal de Ouro Preto, Mariana, 2017.
- PITA, André Grunspun, e Valdir Carlos Pereira FILHO. “Sistema Financeiro Nacional.” Em *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*, por Comissão de Valores Mobiliários CVM, 28-46. Rio de Janeiro: TOP, 2017.
- PORTO, Antonio José Maristrello. “Regulação financeira no Brasil.” Em *regulação no Brasil: uma visão multidisciplinar*, por Sergio GUERRA, 81-110. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014.
- RAINER, Yahn. “Desregulação de serviços públicos e o transporte intermunicipal rodoviário de passageiros por ônibus: uma proposta viável?” *Revista de Direito Público da Economia*, 2018: 247-284.
- ROCHA, Jean-Paul Veiga da. “Quem tem medo da delegação?” *Revista de Direito Administrativo*, Jun/Abr de 2016: 193-221.
- ROSA, Maria Eduarda Fleck da. “O Poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários.” Dissertação de Mestrado, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.
- SAAD, Amauri Feres. *Do controle da administração pública*. São Paulo: Instituto dos Advogados de São Paulo - IASP, 2017.
- SAADI, Jairo. “Por que os regulamentadores regulamentam?” *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, Jan/Mar de 1997: 256-266.
- SANTONI, G. J., e Tung LIU. “Circuit breakers and stock Market volatility.” *The Journal of Futures Markets*, 1993: 261-277.
- SANVICENTE, Antonio Zoratto. “Teoria e evidências sobre a eficiência de "Circuit Breakers".” Relatório preparado para a Comissão de Valores Mobiliários , Insper, São Paulo, 1996.

- SEIXAS, Luiz Felipe Monteiro, e Ana Paulo da Silva LIBERALINO. “A atuação da Comissão de Valores Mobiliários enquanto órgão regulador do mercado de capitais: uma análise à luz do contexto político-econômico brasileiro de 2014 a 2018.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Jan/Mar de 2019: 107-132.
- SHILLER, Robert J. *Investor behavior in the October 1987 stock market crash: survey evidence*. Working Paper, Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1987, 43.
- . “The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency.” *The Journal of Finance*, Maio de 1981: 291-304.
- . “Speculative assets prices.” *The Nobel Prize's Lecture*, 2014: 459-501.
- SILVA, Paulo Ferreira Dias da. “A evolução da CVM e do conceito de valor mobiliário.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Jan/Mar de 2015: 67-109.
- SOUTO, Marcos Juruena Villela. “Agências reguladoras.” *Revista de Direito Administrativo*, Abl/Jun de 1999: 125-162.
- SOUZA, Dameres Pereira de, e Isabela Lins MARTINI. “O Sistema Financeiro Nacional e o mercado de capitais: tutela penal e insider trading.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Abr/Jun de 2019: 127-150.
- SUBRAHMANYAM, Avanidhar. “Stock Market circuit breakers.” *The Future of Computer Trading in Financial Markets*, UK Government’s Foresight Project, London, 2012.
- SUBRAHMANYAM, Avanidhar. “Circuit breakers and market volatility: a theoretical perspective.” *The Journal of Finance*, maio de 1994: 237-254.
- TÁCITO, Caio. “Prescrição administrativa - Comissão de Valores Mobiliários - Inquérito administrativo.” *Revista de Direito Administrativo*, 2005: 220-229.
- TEDESCHI, Augusto Guimarães. “O Estado brasileiro e o mercado de capitais: análise crítica de suas funções regulatórias e suas estruturas administrativas.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Jan/Mar de 2020: 81-101.
- VALEJO, Milton Sanches. “Comportamento de manada em direção ao índice de mercado: evidências no mercado brasileiro de ações.” Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.
- VICTOR, Fernanda Gomes, Marcelo Scherer PERLIN, e Mauro MASTELLA. “Comunalidades na liquidez-evidências e comportamento intradiário para o mercado brasileiro.” *Revista Brasileira de Finanças (online)*, Setembro de 2013: 372-398.
- WALD, Arnoldo. “A CVM e a nova legislação.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, 2006: 32.
- YAMAGUCHI, Patricia Soyuri. “Distribuição estatística de um indexo econômico em mercado emergente - Bolsa de valores de São Paulo (IBOVESPA).” Dissertação de mestrado, Instituto de Geociências e Ciências Exatas, Universidade Estadual Paulista, Rio Claro, 2005.

YAZBEK, Otávio. “A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão De Valores Mobiliários.” *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, Out/Dez de 2006: 198-218.