

**EFEITOS EXTRATERRITORIAIS DA LEI DODD-FRANK: GLOBALIZAÇÃO,
JURISDIÇÃO E HARMONIZAÇÃO LEGISLATIVA***

**EXTRATERRITORIAL EFFECTS OF THE DODD-FRANK ACT:
GLOBALIZATION, JURISDICTION AND LEGISLATIVE HARMONIZATION**

Kharen Kelm Herbst^{**}
Giovani Lofrano Alves^{***}

RESUMO: A globalização econômica traduz-se na profunda interação e interdependência dos mercados, o que, por sua vez, intensifica a interação entre seus sistemas regulatórios, acarretando uma harmonização legislativa e os mais diversos efeitos extraterritoriais. A crise de 2008 foi uma motivação para mudanças legislativas nos principais mercados financeiros do mundo, entre os quais os Estados Unidos tomaram a dianteira promulgando a Lei Dodd-Frank. Objetiva-se neste artigo identificar e analisar os pontos centrais desta lei, comparando-a com legislação vigente no Brasil, inicialmente estudando o funcionamento do sistema financeiro na época da crise de 2008, em seguida estudando o conteúdo da Lei Dodd-Frank para compreender como será aplicada e quais os efeitos extraterritoriais para o Brasil.

Palavras-chave: Globalização; Harmonização legislativa; Efeitos extraterritoriais; Sistema financeiro.

ABSTRACT: Economic globalization translates into deep interaction and interdependence of the markets, which, in turn, enhances the interaction between their regulatory systems, causing a legislative harmonization and all types of extraterritorial effects. The 2008's crisis was a motivation for legislative changes in the main financial markets of the world, including the United States, that took the lead on it promulgating the Dodd-Frank Act. This article aims to identify and analyze the main points of the Dodd-Frank Act by comparing it to the existing legislation in Brazil, initially studying the functioning of the financial system at the time of the 2008 crisis, then focusing on examining the contents of the Dodd-Frank Act, ending with the analysis of its effective implementation and extraterritorial effects for Brazil.

Keywords: Globalization; Legislative harmonization; Extraterritorial effects; Financial system.

* Artigo recebido em: 30/03/2016.
Artigo aceito em: 28/04/2016

^{**} Graduanda em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUCPR. Pesquisadora de Iniciação Científica na área de Direito Econômico. Curitiba – PR. E-mail: kharen_k@hotmail.com

^{***} Mestrando em Direito Econômico e Desenvolvimento pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná - PUCPR. Pesquisador do Grupo de Pesquisas Tributárias e Ciência da Complexidade na PUCPR. Advogado. Curitiba – PR. E-mail: giovanialves.adv@gmail.com

1. INTRODUÇÃO

O setor econômico e financeiro global tem experimentado consistentes mudanças legislativas. Da mesma forma que ocorreu após a crise de 1929, quando foi criado um forte arranjo institucional e legal para corrigir as falhas de mercado – o sistema Bretton-Woods – dessa vez foi a crise de 2008 a catalisadora dessas mudanças.

Resta à população como um todo suportar as consequências das decisões dos agentes econômicos com sua predisposição para a assunção de elevados riscos, que podem vir acompanhados de elevados lucros ou de grandes perdas, e, como a história recente afirma, não raras vezes causam abalos à economia. As crises econômicas, invariavelmente, ocasionam aumento do desemprego, estagnação ou retrocesso no desenvolvimento nacional e desatenção aos direitos sociais – mesmo os mais consagrados. Tamanhas injustiças inflam a revolta da população, que cobra respostas e ações positivas do governo. A Lei Dodd-Frank de Reforma do Wall Street e Proteção ao Consumidor é uma dessas respostas oferecidas pelo governo dos Estados Unidos da América.

Ocorre, entretanto, que a globalização, tão própria do capitalismo, integrou os mercados de forma que não apenas a crise econômica se alastrou por todo o mundo, como espera-se também que as medidas de recuperação ofertadas adquiram este mesmo efeito. Isso significa que a nova regulação criada por um país, especialmente um país detentor de um dos mais relevantes e desenvolvidos mercados financeiros, certamente impõe mudanças comportamentais aos agentes econômicos do mundo todo. O objetivo aqui é permanecer no jogo e ser um forte competidor. Dessa forma, qualquer regulação nacional que limite a atuação dos agentes econômicos ao ponto de segregar esta nação do campo competitivo, naturalmente será rejeitada perdendo a sua eficácia.

Esses aspectos produzem dois importantes resultados para a fase atual da economia global: (i) a extraterritorialidade dos efeitos das normas reguladoras dos mercados econômicos e financeiros; (ii) a necessidade de uma harmonização legislativa que permita que os países concorram no cenário internacional a partir de bases igualitárias. O presente artigo analisa o primeiro destes resultados, mas não sem abordar o segundo, pois estão interligados, conforme será visto a seguir.

Os efeitos da Lei Dodd-Frank alcançam o território, os mercados, as empresas e a jurisdição brasileira, exigindo adaptações e impondo o risco de sanções. Essas adaptações, em algumas ocasiões, poderão também se converter em mudanças em nosso sistema regulatório, tanto nas próprias leis como para os agentes reguladores e sua qualidade decisória.

As origens e os meios pelos quais isso ocorrerá serão analisados neste artigo, podendo algumas vezes indicar ou analisar também as consequências, em outras, apenas deduzir, visto que a proximidade cronológica ainda não descortinou todas elas.

2. O CONTEXTO DA CRIAÇÃO DA LEI DODD-FRANK

Para bem compreender a nova regulação do sistema financeiro, em particular a Lei Dodd-Frank, é preciso, primeiramente, estudar a motivação e o contexto da sua criação, pois a interpretação legal plena, segundo os ditames hermenêuticos, deve levar em conta também a vontade do legislador, o intencionalismo (BAPTISTA, 2006).

Assim como para superar a crise de 1929 e reorganizar a economia após a Segunda Guerra Mundial, as nações mais desenvolvidas se reuniram, em 1944, para criar um arranjo institucional e uma forte regulação econômica, denominada de sistema Bretton-Woods, a motivação para a criação da Lei Dodd-Frank foi a de sanar os vícios e erros regulatórios que vigoraram durante a primeira década dos anos

2000, e que favoreceram as origens da crise econômica mundial de 2008 (CARVALHO, 2011).

Atualmente sabe-se que a causa da crise financeira de 2008 foi a desregulação: a revogação de leis que existiam e a não criação de leis que deveriam controlar a crescente financeirização e as constantes inovações do sistema (KRUGMAN, 2009), abrindo espaço para um ambiente onde títulos garantidos por dívidas poderiam ser vendidos como confiáveis, onde o domínio do sistema financeiro estava concentrado nas mãos de poucos e gigantes, respaldados por companhias de seguro e agências de *rating* que cooperavam com suas fraudes. Houve uma subestimação dos riscos e uma complexidade crescente, que tornou difícil a fiscalização (GREENSPAN, 2013). A crise percorreu o seguinte caminho: liberalização financeira, excessiva assunção de riscos por instituições financeiras, regulamentação ineficaz por reguladores ingênuos, rápido crescimento do crédito, falência de bancos e contágio de instituições saudáveis (WOLF, 2008).

Os Estados Unidos da América foram o berço da crise que, devido ao risco sistêmico e à globalização econômica e financeira, contaminou diversos outros países. Sendo assim, era de se esperar que assumisse a vanguarda do saneamento dos referidos vícios regulatórios. Voltou-se para o sistema legal não apenas para remediar a crise existente, mas também para prevenir que outras crises semelhantes viessem a ocorrer. Buscou-se um fortalecimento da intervenção estatal na economia, visto que o Estado tem, por sua própria natureza, responsabilidades morais e sociais que os agentes econômicos não têm.

[...] Fazer economia sem entender o papel desempenhado pelo Direito é algo que se assemelha ao estudo da circulação do sangue sem ter um corpo. O sistema legal tem profundo efeito no funcionamento do sistema econômico e pode-se dizer que em certos aspectos o controla. (COASE, 1984)

Corrigir erros, garantir maior estabilidade da economia e do sistema financeiro e atender aos anseios da população ultrajada pela crise foram os grandes motivadores da criação da Lei Dodd-Frank.

Atos fraudulentos eram constantes nos mercados financeiros, legitimados por bônus oferecidos pelas instituições que incentivam os executivos a cometê-los; tais atos, nos últimos anos, foram seguidos de diversos escândalos corporativos, de forma que uma das consequências da crise foi a desmoralização do Estado, ao tornar explícita a sua cegueira para estas práticas abusivas, e a falta de legislação e fiscalização adequadas, culminando com o resgate dos bancos realizado com o dinheiro dos contribuintes. Os custos das crises são altos, e são os contribuintes que pagam a conta (HERBST e DUARTE, 2014). A necessidade de uma atuação estatal mais coerente e sólida emergiu nos principais centros financeiros do mundo.

Por tudo isso, o presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, assinou a Lei Dodd-Frank, que é a primeira grande regulação do mercado financeiro norte-americano desde a década de 1930, época em que foi criado o sistema Bretton-Woods, para superar a crise de 1929.¹

A nova regulação é instituída com o propósito de defender o interesse da coletividade contra as perdas de bem-estar associadas às falhas de mercado. A ideia que se quer resgatar é a de que “o papel do Estado como protetor do povo e, portanto, como legislador e aplicador das leis é monopólio do ente estatal e ainda razão de ser da sua existência” (WOLF, 2008, p.18), pois quando os governos contribuem para a prosperidade dos seus cidadãos, o Estado em si, torna-se rico. A intervenção do Estado na economia, atuando para combater as falhas de mercado, é também um instrumento para assegurar uma maior estabilidade diante dos inevitáveis ciclos econômicos, atenuando os efeitos dos períodos negativos – uma

¹ Este sistema foi desmantelado dando lugar à autorregulação dos mercados a partir da década de 70, quando ganhava força a ideologia neoliberal.

ideia que é amplamente difundida desde o impacto da Grande Depressão (KEYNES, 1936; MINSKY, 1986).

Compartilha dessa opinião também o ex-presidente do Federal Reserve:

Apesar da ruptura de nossos sofisticados modelos de gestão de riscos e apesar do fracasso das agências de classificação de risco, o sistema financeiro teria resistido se o terceiro baluarte contra a crise, o sistema regulatório, tivesse funcionado de forma eficiente. (GREENSPAN, 2013, p.32)

O Estado deve acompanhar o curso dos fatos, da evolução do sistema financeiro, atuando de forma coordenada com as novas instituições, ajudando a construí-las. A nova regulação vem para controlar os abusos da financeirização, com enfoque nos principais pontos que ocasionaram a crise de 2008 e restaurar a confiança da sociedade em seus governantes, na economia e no Direito.

3. CARACTERÍSTICAS E DETERMINAÇÕES DA LEI DODD-FRANK

A Lei Dodd-Frank foi desenvolvida ao longo de um ano de audiências no Congresso norte-americano, tornando-se Lei Federal em 21 de julho de 2010, constituindo-se como uma das diversas “normas anticrise”, criadas na mesma época em todo o mundo.

Chamada também, em tradução literal, de “Reforma do Wall Street e de Proteção a Consumidores”, a lei possui ao todo 16 títulos, mais de 500 formulações e 1.500 seções em 2.300 páginas. O presente artigo não comporta que sejam esmiuçadas cada uma das alterações e inovações, mas pode-se auferir uma boa noção de qual é o panorama de seus efeitos estudando os seus pontos centrais e mais relevantes.

A grande preocupação é a busca por mais transparência nas operações financeiras, evitando fraudes e privilegiando a fiscalização sobre os agentes econômicos.

Entre os pontos centrais desta lei estão o controle do risco sistêmico, através da criação de um Conselho de Supervisão de Estabilidade Financeira que deverá detectar quaisquer desequilíbrios em instituições individuais antes de ocorrer o contágio de todo o sistema; cria um Escritório de Pesquisa Financeira para colher informações sobre as instituições dotadas de práticas que possam ser uma ameaça à estabilidade econômica como, por exemplo, a sua exposição à riscos, podendo forçar as instituições financeiras a abandonarem uma ou mais atividades que sejam prejudiciais ao sistema; inclui expressamente entre as atribuições do Federal Reserve a de monitorar e manter a estabilidade financeira; proíbe o uso de recursos de contribuintes para resgatar as instituições financeiras – os acionistas e credores é que sofreriam as perdas; permite a delação premiada de casos de violações de leis relacionadas ao mercado de capitais, que pode variar de 10% a 30% das multas acima de US\$ 1 milhão aplicadas pela SEC (Securities Exchange Commission), pelo Departamento de Justiça (DOJ) ou por outras agências reguladoras; criou também um Bureau de Proteção Financeira ao Consumidor que, através de atendimento telefônico 24 horas por dia, provê informações confiáveis sobre o mercado de hipotecas e de crédito financeiro e permite que os consumidores relatem problemas com serviços; expande a autoridade do FED sobre as entidades financeiras mais relevantes², dando-lhe inclusive o poder de impor regulamentações; exige formulação de planos de encerramento ordenado das atividades para evitar pânico e pressões em caso de quebra; e até mesmo impõe limites para as formas de

² São consideradas relevantes as instituições bancárias com ativos iguais ou superiores a US\$50 bi ou que possuam, pelo menos, 85% de suas receitas oriundas de atividades financeiras.

remuneração dos executivos, onde as estratégias remuneratórias são avaliadas em relação aos riscos que podem gerar para a instituição e para a economia.

Está prevista na lei também a Regra de Volcker, que proíbe os bancos de negociarem títulos mobiliários, derivativos e outros instrumentos financeiros com seu próprio capital, sendo uma tentativa de recuperar a estabilidade perdida com a revogação da Lei Glass-Steagall³. Esta regra sofreu grande rejeição por parte do setor bancário por representar uma limitação do comportamento especulativo, mas restou incluída na Lei aprovada, ainda que com alguns de seus efeitos atenuados por exceções à proibição.

Também há demandas na lei no sentido de aumentar a transparência e as garantias no mercado de derivativos. A transparência é uma exigência também para as agências de rating, onde a inabilidade em medir adequadamente os riscos, seja por desleixo ou má-fé, poderá ser punida criminalmente por fraude. Essas exigências representam uma continuidade no avanço propiciado pela Lei Sarbanes-Oxley⁴, de 2002.

A Lei Dodd-Frank é, em resumo, uma norma ambiciosamente abrangente e complexa, e a interpretação e efetiva aplicação de cada um dos seus dispositivos será respaldada por agentes reguladores dos EUA, como o *Federal Reserve System* e a *Securities Exchange Comission*.

³ A Lei Glass-Steagall entrou em vigor nos Estados Unidos da América em 1933 e tinha como propósito evitar um colapso financeiro sistêmico como o de 1929. Para isso, determinava a separação entre os bancos comerciais e os de inversão, combatendo a cartelização e os monopólios. Foi revogada parcialmente em 1999 pelo *Gramm-Leach-Bliley Act*, que abriu o caminho para as fusões e para os bancos se tornarem poucos e gigantes, ao ponto em que a falência de um deles abalaria todo o sistema financeiro. Surgiu daí o conceito que hoje é conhecido como *too big to fail* – onde o governo é obrigado a socorrer os grandes bancos à beira da falência, para salvar o sistema financeiro como um todo.

⁴ A Lei Sarbanes-Oxley (*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*) foi sancionada em 2002 para promover uma conduta ética na governança corporativa, estabelecendo padrões de melhoria para Conselhos de Administração, diretorias e auditorias internas para as companhias norte-americanas de capital aberto.

4. A LEI DODD-FRANK E A HARMONIZAÇÃO LEGISLATIVA

Qualquer lógica econômica está profundamente relacionada à globalização, em especial a lógica das finanças, visto que dependem do intenso fluxo de capitais entre os países e, conseqüentemente, da internacionalização das decisões econômicas e da transnacionalização dos capitais. A globalização financeira pode ser definida como:

[...] um processo de integração dos mercados financeiros, que desconhecem fronteiras e poderes nacionais, na medida em que esses mercados perderam suas referências espaciais, assumindo mais a forma de redes articuladas de fluxos financeiros "desterritorializados", que operam ininterruptamente, em tempo real [...] (CORAZZA, 2005, p. 01)

Ainda que haja um padrão internacional para o funcionamento da economia, isso não implica em uma perda da soberania, pois permanece sendo exclusividade do Estado definir, através de sua regulação, o novo arranjo das finanças. Verifica-se uma simbiose dos poderes políticos e econômicos, onde as decisões políticas poderão fortalecer a economia, e a economia fortalecida engrandece a nação.

O momento atual consiste em uma tentativa de recuperar a estabilidade e a confiança da sociedade na economia. Para isso, está havendo um processo de reversão da liberalização das finanças enquanto uma nova regulação financeira surge para controlar estes mercados. A globalização e a interdependência dos países, por outro lado, é irreversível. Há, portanto, um novo pilar para a globalização financeira: a harmonização legislativa (HERBST e DUARTE, 2015).

É importante ter em mente que "[...] qualquer sistema de mercado, no qual os competidores competem regularmente, também é um sistema de cooperação para definir as regras do jogo competitivo." (BRESSER-PEREIRA, 2008, p. 559, tradução

livre⁵). Esta é a principal questão a ser levada em conta pela nova regulação, evitando que surjam assimetrias competitivas entre as instituições de diferentes origens, pois ainda que estejam concorrendo globalmente, continuarão sujeitas à regulações nacionais.

Para os países em desenvolvimento, como o Brasil, isso pode se tornar um obstáculo, pois, para que possam concorrer no mercado internacional, se vêem obrigados a adotar políticas econômicas para as quais podem ainda não estar preparados – políticas próprias dos países desenvolvidos. Como resultado deste processo, é um desafio para o sistema político nacional e convencional de estabelecer regras estáveis e consistentes para a atuação dos agentes econômicos.

O desafio atual da sociedade e dos governos é reinventar formas políticas de regulação financeira, em novas bases, que não as nacionais, pois estas foram erodidas pela globalização financeira. Nisto consiste a utopia do mercado e o desafio da política. (CORAZZA, 2005, p. 12)

Ao contrário do que ocorre nos blocos econômicos, onde há um convite seguido de uma padronização legislativa baseada em setores (por exemplo, fiscal, trabalhista, ou outros), mas que ocorre sempre após uma análise prévia de suas condições econômicas e sociais de se adaptar aos termos sob os quais se dá este convite, na harmonização legislativa financeira global, não há essa análise ou um convite: os países se vêem obrigados a se adaptarem às regras do jogo competitivo independentemente de suas condições para isso. (FARIA, 2010)

O sistema social abrangente amalgamou-se de fato no sentido de uma sociedade mundial uniforme, abarcando todas as relações entre as pessoas, sem que esse desenvolvimento tivesse sua correspondência em termos de uma unificação política do mundo. A formação do direito continua, como sempre, atribuída a sistemas políticos locais e controlada por seus processos

⁵ “[...] any market system, in which competitors compete regularly, is also a system of cooperation to define the rules of the competitive game.”

decisórios. Com isso delinea-se a situação na qual aqueles problemas que só podem ser resolvidos no âmbito da sociedade mundial, que não mais podem ser problematizados nos sistemas políticos parciais a não ser do ponto de vista local, não mais podem ser encaminhados na forma do direito. (LUHMANN, 1972, p. 154)

É evidente que, como os EUA já definiram e implantaram as suas regras, os demais países, inclusive o Brasil, ao realizarem suas mudanças legislativas, deverão basear-se nas regras norte-americanas, pois uma vez que estas já estão definidas, não seria razoável que passassem por um novo e complexo processo de alteração.

O caráter internacional da crise financeira forçou os países mais importantes na economia internacional a buscarem algum grau de coordenação e convergência entre suas estratégias e políticas. A busca de convergência na implementação de reformas não elimina as vantagens de sair na frente. Pelo contrário, o país que consegue definir e implementar sua própria versão das regras regulatórias antes de seus parceiros, em um mundo financeiramente globalizado, vê seu poder de barganha aumentado pelo argumento de que mudanças legislativas, uma vez implementadas, passam a ser dotadas de grande inércia, já que qualquer alteração significativa implicaria um novo processo de discussão e barganha política reconhecidamente complexo. (CARVALHO, 2011, p. 11)

Obviamente, a pressão dos EUA para que outros países incorporem essas mudanças será grande, para evitar que agentes econômicos transfiram o capital para mercados mais liberalizados.

5. A LEI DODD-FRANK NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

No que tange à extraterritorialidade, a Lei Dodd-Frank, segundo ela mesma determina, se aplica a todas as empresas com capital aberto que possam ter ações comercializadas na *New York Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Nova York), ou que mantenham relações comerciais com empresas norte-americanas nessa qualidade, mesmo as que tenham sede em outro país.

Há dispositivos com previsões expressas de mudanças que serão impostas para empresas estrangeiras em determinados setores-chave, por exemplo, as disposições sobre o mercado de derivativos de balcão:

Como consequência direta destas provisões, as instituições brasileiras tiveram que passar a monitorar (i) os clientes com os quais operam, para determinar se eles se enquadram no conceito de U.S. Person; e (ii) as operações que realizam, para fins de apuração dos montantes negociados com estas contrapartes. De forma a realizar o primeiro controle, as instituições financeiras brasileiras introduziram políticas internas para a classificação de suas contrapartes como U.S. Persons ou filiais garantidas por U.S. Persons. [...] O segundo controle, por sua vez, depende das estratégias de negócio implementadas e do status e da ligação das mesmas com instituições financeiras norte-americanas (i.e. se a instituição no Brasil é uma subsidiária ou filial de uma entidade americana). As instituições estipularam controles internos para monitorar as modalidades de operações com as contrapartes norte-americanas e o respectivo volume para fins de apuração do estoque de operações, o que mobilizou diversas áreas e ensejou, em alguns casos, investimentos relevantes em tecnologia, de forma a adaptar os sistemas internos. (ANBIMA, 2015, p.6)

No Brasil, a agência reguladora competente é a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, de acordo com a Lei 6.385/76. Algumas situações previstas na Lei Dodd-Frank já vigoram no Brasil desde antes da crise de 2008, eis alguns exemplos: a necessidade de aprovação prévia pela CVM, BOVESPA ou CETIP dos contratos de derivativos que serão negociados no mercado de ações, de acordo com a instrução 467/2008 da CVM; a obrigatoriedade de registro de todas as operações com contratos de derivativos, que já é uma cultura consolidada no sistema financeiro brasileiro e que provou ser de extrema utilidade durante a crise (VIEIRA NETO, 2010).

Diferentemente do que ocorria nos Estados Unidos, no Brasil a maior parte das operações envolvendo derivativos são implementadas no mercado de ações, o que se traduz em maior transparência e controle, e é exatamente o que a regulação norte-americana está buscando com a migração das operações *swap* para plataformas de negociação especiais e para o mercado de ações. (COELHO, 2014)

O setor que mais será atingido pela nova regulação é o de operações com derivativos de balcão com contrapartes norte-americanas, onde espera-se que enquanto o Brasil não obtiver observância substitutiva⁶ junto aos reguladores norte-americanos haja um certo desincentivo para que as instituições brasileiras expandam seus negócios com contrapartes norte-americanas, atrasando a conquista de mais espaço no mercado de derivativos mundial e reduzindo parte da liquidez do mercado de derivativos brasileiro. Entretanto, acredita-se que esta será uma circunstância temporária, que durará apenas até que seja obtido um acordo de observância substitutiva entre o Brasil e os reguladores dos Estados Unidos, segundo relatório do Grupo Técnico de Regulação Internacional da ANBIMA (ANBIMA, 2015).

Para que não haja efeitos colaterais negativos e severos para o mercado de derivativos de balcão deve haver uma colaboração entre os reguladores brasileiros e norte-americanos (CVM e CFTC), para definir padrões a serem seguidos bilateralmente para este mercado. O obstáculo que se apresenta é o déficit democrático que as instituições internacionais carregam em suas decisões. Países periféricos ainda têm que lidar com a imposição de normas que desconsideram suas características econômicas, sociais, jurídicas e culturais – o que pode agravar a desigualdade entre as nações.

Além de mudanças de conduta expressamente impostas a mercados, a lei traz dispositivos de abrangente aplicação no que se refere à sanções. Essa abrangência, é importante esclarecer, é fortemente vista na questão extraterritorial. Trata-se de uma guerra contra as fraudes e a corrupção, que se estende para além das fronteiras

⁶ Observância substitutiva é definida pela Commodity Futures Trading Commission (agência independente estadunidense que regula os mercados futuros e swaps), ocorre quando a comissão permite que participantes de swaps não norte-americanos tragam alguma operação para dentro do alcance de certas regulamentações dos EUA, em observância aos regulamentos de sua jurisdição local, como um substituto para o cumprimento dos regulamentos relevantes da Comissão. (SUBSTITUTED COMPLIANCE. In: MarketsReformWiki, 13 de ago de 2015. Disponível em: http://www.marketsreformwiki.com/mktreformwiki/index.php/Cross-Border_Activities_Regulation_-_Substituted_Compliance#cite_note-1 . Acesso em: 13 de fevereiro de 2016.)

norte-americanas, sendo um grande aumento do risco jurídico para as empresas brasileiras.

Neste aspecto, o ponto mais polêmico da lei é o da “delação premiada”. Há incentivos financeiros para quem denuncia violações e condutas ilegais no mercado de capitais. Esses incentivos podem variar de 10% a 30% do valor das sanções que forem aplicadas pela SEC, pelo DOJ ou demais agentes reguladores. O polo passivo dessas denúncias é amplo: inclui as empresas estrangeiras com *American Depositary Receipts*, as que ofertam valores mobiliários em solo norte-americano, as que têm algum acionista norte-americano, as que tenham cometido qualquer fraude em território norte-americano ainda que não possuam valores mobiliários negociados no país, e ainda as que cometam qualquer infração fora dos EUA que tenha consequências para os norte-americanos (HERBST e DUARTE, 2014). Isso significa, em verdade, que todas as empresas brasileiras estão sujeitas às sanções, principalmente se levarmos em conta que o mercado dos EUA é um dos mais desenvolvidos, atrativos e lucrativos do mundo, o que faz com que seja um destino indispensável dos agentes econômicos e financeiros, e que agora exige cuidado redobrado em suas condutas.

Na prática, as consequências já podem ser vistas. É importante ressaltar que o valor desses incentivos financeiros é alto, sendo o mínimo de US\$ 1 milhão, de forma que desde que a lei está em vigor tem sido grande a quantidade de delatores (TANOUE, 2010). As agências de avaliação de risco brasileiras também deverão garantir informações claras e fiéis à realidade quando se tratarem de empresas ou serviços que estejam relacionados ao mercado norte-americano, ou estarão igualmente sujeitas às sanções da SEC.

A gigante nacional Petrobrás, que já responde a processos no Brasil, enfrenta também o Poder Judiciário nos EUA, onde diversas ações baseadas na Lei Dodd-

Frank surgiram através de investidores que se sentiram lesados pela conduta fraudulenta, pelas evidências de corrupção e por prestações de informações enganosas por parte da empresa. A Odebrecht, a Eletrobras, a OAS e a Andrade Gutierrez também enfrentam situações semelhantes (SCHOENBERG e BRICE, 2016). A preocupação para o povo brasileiro é sobre as consequências indiretas que isso pode trazer, por exemplo, a queda no grau de confiança e negatividade da imagem do país diante do restante do mundo, que pode afetar a economia ao afastar os investidores.

Um resultado positivo constatado é o de que a legislação pátria vigente não está tão distante das exigências da Lei Dodd-Frank. Apesar dos pontos acima comentados, a maior parte das imposições trazidas pela referida lei não representa novidades para a regulação brasileira, de forma que as adequações exigidas para a efetiva harmonização serão relativamente mínimas.

A Lei 6.385/76 e as instruções da CVM são bastante amplas e efetivas, pois o Brasil nunca adotou o neoliberalismo exacerbado, como o fez os Estados Unidos da América – e que agora tenta reverter. Para que o Brasil continue com plena capacidade competitiva no sistema financeiro internacional nesta nova fase regulatória, deve-se apenas priorizar a modernização e os investimentos em tecnologia, para que possa acompanhar a evolução dos sistemas dos países mais desenvolvidos.

Quanto aos estudos sobre jurisdição, é preciso esclarecer que “efeito extraterritorial” e “aplicação extraterritorial” de uma lei não são sinônimos. Embora toda aplicação extraterritorial corresponda a um efeito extraterritorial, aquela ocorre quando o próprio Estado estrangeiro reivindica competência sobre a lei, para manifestar uma decisão, enquanto os efeitos ocorrem independentemente de sua vontade ou anuência (MARTINEZ, 2006). Sabendo que o Brasil não reivindicou a aplicação da Lei Dodd-Frank, o que se vê aqui são apenas os efeitos extraterritoriais dessa lei, que é aplicada exclusivamente pelos EUA. Sendo assim, não se percebe

conflitos de jurisdição, pois as jurisdições brasileira e norte-americana continuam aplicando suas respectivas regulações do sistema financeiro de forma independente.

Entretanto, os efeitos da Lei Dodd-Frank, como visto, alcançam as empresas brasileiras devido à interação dos mercados. O que há, portanto, é o risco de que uma empresa seja duplamente penalizada por uma má conduta – uma vez no Brasil, de acordo com as leis pátrias, e uma segunda vez nos EUA, de acordo com a lei norte-americana, à exemplo do que ocorre com a Petrobrás.

6. EFEITOS EXTRATERRITORIAIS DA LEI DODD-FRANK

Parte-se de uma dedução de que os mercados financeiros, diante da intensa globalização econômica, estariam integrados a ponto de que tanto as suas atividades e relacionamentos comerciais como a sua regulação estariam ultrapassando as fronteiras, o que resultaria, à nível global, em um grande amálgama de leis que nem sempre condizem umas com as outras. Entretanto, essa afirmação se mostrou apenas parcialmente verdadeira.

Embora as fronteiras estejam atenuadas, o que poderia ter se tornado uma mistura de leis destoantes entre si, se tornou, na realidade, um conjunto de regulações harmonizadas, ao custo de que os Estados perdem parte de sua autonomia regulatória, pois devem estar atentos ao que ocorre no restante do mundo, em especial nos mercados mais desenvolvidos, para não limitar ou afrouxar demais suas leis, em comparação às leis de outros países, ao ponto de segregar o seu mercado do campo competitivo.

Percebemos que há uma confluência de grande parte dos objetivos buscados pela Lei Dodd-Frank e pelas leis brasileiras correlatas, principalmente a busca por maior transparência e responsabilização dos agentes econômicos. Isso se deve ao fato de que o mercado de capitais brasileiro jamais foi tão aberto ou liberalizado

quanto o mercado de capitais norte-americano. Por isso já possui, de longa data, leis eficientes para manter o sistema financeiro relativamente estável.

A Lei Dodd-Frank deixou claro que a opção atual dos EUA é privilegiar mais a estabilidade do que os lucros de excessivo risco, e cede mais poder à agência reguladora SEC. Os efeitos extraterritoriais exigem cuidado redobrado das empresas brasileiras, pois agora podem ser punidas não apenas em território nacional, mas também pelo Poder Judiciário norte-americano, onde as investigações e sanções seguem um alto rigor.

Diante disso, percebem-se que as consequências diretas para o Estado brasileiro estão restritas a alguns ajustes na regulação de setores-chave, como o mercado de derivativos de balcão, propiciando a competição no mercado internacional a partir de bases mais igualitárias – o que é uma consequência positiva. A consequência indireta para o Estado brasileiro é a piora da sua imagem no cenário internacional devido às ações judiciais em território norte-americano deixarem exposta a corrupção.

Para o setor privado, a consequência direta é o fato de que as empresas brasileiras devem cumprir as determinações da Lei Dodd-Frank ou estarão sujeitas a sanções. Esta é a razão pela qual o *compliance* tem se tornado cada vez mais relevante. A consequência indireta para o setor privado é que a economia e a confiança dos consumidores e investidores pode ser prejudicada pelos altos valores das penalizações impostas pelas ações judiciais norte-americanas.

É possível que o tempo venha a descortinar outras consequências, que a proximidade cronológica impede que sejam verificadas neste momento.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Quando a pátria de um dos maiores e mais relevantes mercados financeiros do mundo cria uma nova, ambiciosa e abrangente lei para regulá-lo – como a Dodd-Frank nos EUA – isso exige um estudo cuidadoso de seus efeitos para além das suas fronteiras. Os efeitos desta lei para o Brasil, ao contrário do que se esperava, são pontuais. Atingem alguns poucos setores determinados do mercado, à exemplo do setor de operações com derivativos de balcão, e estabelece sanções para comportamentos ilegais ou de alto risco dos agentes econômicos – mesmo os estrangeiros – diante do mercado ou dos consumidores norte-americanos.

De uma forma geral, a legislação vigente no Brasil não está tão distante dos preceitos da Dodd-Frank, de forma que o único aspecto mais alarmante para as empresas brasileiras é o supracitado regime de sanções, mas não há nada de negativo em punir empresas que, de fato, possuam uma má conduta. Ocorre que, historicamente há nos mercados financeiros, tanto do Brasil como dos EUA, uma cultura enraizada de fraudes, corrupções ou de assunção de elevados riscos. Uma mudança cultural é absolutamente necessária e pode ser desencadeada por essa mudança legislativa. Sendo assim, restou evidente que a Lei Dodd-Frank não representa grandes desafios para os poderes legislativo e judiciário brasileiros, mas sim para o setor privado.

Conclui-se, portanto, que a longo prazo os efeitos territoriais (nos EUA) e extraterritoriais (no Brasil) da Lei Dodd-Frank sejam benéficos para a população, que conta com os poderes político e legislativo para a promoção do bem-estar social, que somente pode ser garantido se a economia estiver devidamente regulada e fiscalizada.

REFERÊNCIAS

ANBIMA Position Paper. **Regulação internacional do mercado de derivativos de balcão**: potenciais impactos no mercado brasileiro. ANBIMA, Grupo Técnico sobre Regulação Internacional: Rio de Janeiro/São Paulo, de 03/11/2015.

BAPTISTA, Raimundo. **Da interpretação e integração de textos legais: Hermenêutica**. São Paulo: Iglu, 2006.

BOJIKIAN, Neusa Maria Pereira. **A Lei Dodd-Frank**: a regulação financeira internacional e a liberalização dos serviços financeiros nos fóruns comerciais internacionais. Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia da ANPEC. Rio de Janeiro, 2015.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Globalization, nation-state and catching up**. Brazilian Journal of Political Economy, vol. 28, no 4 (112), pp. 557-577, October-December/2008.

CARVALHO, Fernando José Cardim. **Reforma financeira norte-americana: a lei Dodd-Frank**. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

COASE, Ronald H. **The new institutional economics**. Journal of Institutional and Theoretical Economics. n. 140, p. 229-231, março 1984.

CORAZZA, Gentil. **Globalização Financeira**: a utopia do mercado e a re-invenção da política. Economia-Ensaaios, Uberlândia, 19(2): 125-140, jul./2005

FARIA, Jose. Eduardo. **A globalização econômica e sua arquitetura jurídica** (10 tendências do Direito Contemporâneo). Revista da Academia Judicial, ano 01, n 0 (edição comemorativa) p. 41-59, 2010.

GREENSPAN, Alan. **O mapa e o território**: risco, natureza humana e o futuro das previsões. 1 ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2013.

HERBST, Kharen Kelm; DUARTE, Francisco Carlos. **A Nova Regulação do Sistema Financeiro Face À Crise Econômica Mundial de 2008**. Revista de Direito Econômico e Socioambiental, v. 4, p. 16-38, 2014.

_____. **Harmonização legislativa na nova regulação do sistema financeiro**. Thesis Juris, v. 4, p. 135-150, 2015.

KEYNES, John. Maynard. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 1 Ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

KRUGMAN, Paul. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. 1 Ed. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2009.

MARTINEZ, Ana Paula. **Jurisdição extraterritorial em direito da concorrência**: balanço e perspectivas. Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo v. 101 p. 1047-1075 jan./dez. 2006.

MINSKY, Hyman. **Stabilizing an unstable economy**. Yale: New Haven, 1986.

SCHOENBERG, Tom; BRICE, Jessica. **EUA intensificam investigação de corrupção na Petrobras**. Negócios: Revista Exame. 13 de maio de 2016. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/eua-intensificam-investigacao-de-corrupcao-na-petrobras> > Acesso em: 10 de junho de 2016.

TANOUE, Luciana. **Cuidado com a Dodd-Frank**. Capital Aberto. Ed. 85. 01 set. 2010. Disponível em: < <https://capitalaberto.com.br/temas/cuidado-com-a-dodd-frank/#.V6ebq5MrKRt> > . Acesso em: 20 de julho de 2016.

VIEIRA NETO, Cícero Augusto. Administração de risco de derivativos no Brasil – Mercados de bolsa e de balcão. In: GARCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (Orgs.). **Risco e Regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

WOLF, Martin. **A reconstrução do sistema financeiro global**. 1 Ed. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2008.