

REGULAÇÃO E AUTO-REGULAÇÃO NO BRASIL E A CRISE INTERNACIONAL

Marcelo Trindade*

Aline de Menezes Santos**

Introdução

A atual crise dos mercados e da economia mundiais decorreu, como necessariamente acontece em eventos dessa grandeza, da conjugação de inúmeros fatores econômicos, políticos e sociais. Será impossível, portanto, para a tristeza dos profetas do passado, encontrar um único e mesmo um principal culpado pelo momento que vivemos. Isso, no entanto, não nos exime do dever de buscar que crises como essa não se repitam, ao menos pela mesma conjugação de razões. E a essa tentativa de encontrar as falhas e saná-las tem se dedicado boa parte dos governos, instituições multilaterais e organizações privadas de algum modo relacionadas com o tema dos mercados financeiro e de capitais.

A conclusão praticamente unânime dessas análises tem sido a de que a crise se relaciona muito fundamentalmente com uma falha da regulação dos mercados, e que portanto é preciso editar novas regras, para evitar novas crises. Além disso, boa parte dessas vozes reputadas atribui aos próprios agentes de mercado as falhas regulatórias que teriam contribuído decisivamente para a crise. E desse ponto se tem passado, muitas vezes, para a conclusão ainda mais intensa de que a chamada auto-regulação fracassou, e não apenas no caso concreto, mas como modelo.

Este artigo não pretende discutir a conclusão quanto à necessidade de revisão do sistema de regulação dos mercados. De fato, não parece restar muita dúvida de que lacunas na regulação dos mercados de capitais e financeiros mais desenvolvidos, e notadamente no mais desenvolvido deles, contribuíram de maneira relevante para os problemas que terminaram por desencadear a atual crise econômica global.

* Advogado, Professor do Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Foi Diretor (2000-2002) e Presidente (2004-2007) da Comissão de Valores Mobiliários.

** Advogada, Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Foi Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários (2005-2007).

Entretanto, parece excessivo concluir que aquelas lacunas são inerentes a um modelo regulatório que incentive a auto-regulação dos mercados, e que ela realmente não pode contribuir para a melhor disciplina daqueles mercados. Por isso o que se pretende aqui discutir é a validade da conclusão sobre a falência do modelo de auto-regulação, em geral e especificamente no caso do mercado brasileiro, e propor medidas para o seu aperfeiçoamento. E embora não se vá aqui aprofundar discussões sobre as propostas até agora apresentadas internacionalmente, a elas será feita referência, para a verificação da adequação das medidas sugeridas neste artigo com aquelas propostas.

Uma reflexão sobre esse tema é ainda mais importante no Brasil, por diversas razões. Em primeiro lugar, entre nós têm sido feitas relevantes apostas na auto-regulação, notadamente no campo de atuação da Comissão de Valores Mobiliários. Em segundo lugar, no Brasil a discussão sobre esses temas tende a estar mais contaminada por fatores ideológicos do que em países de crença capitalista mais consolidada, fazendo com que, muitas vezes, o debate termine sendo protagonizado por liberais exacerbados, de um lado, e cavaleiros do apocalipse, do outro.

Além disso, e já descontado algum ufanismo, o Brasil tem sido merecidamente apontado como um dos países que melhor vem enfrentando a crise. Esse sucesso tem sido atribuído em parte à qualidade de sua regulação de mercado, notadamente quanto ao nível de informação e, conseqüentemente, de supervisão, que a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central têm sobre os fundos de investimento e as instituições financeiras, respectivamente. Contudo, a eventual contribuição da auto-regulação de nossos mercados não tem recebido a mesma atenção – e muito menos os mesmos louros.

Para tratar do tema, este artigo está organizado em quatro capítulos e uma conclusão, além desta introdução. O capítulo I tentará aclarar a própria definição de auto-regulação, e analisar as vantagens e riscos a ela normalmente associadas, para que se possa iniciar a discussão sobre o papel da auto-regulação na solução da crise. O que é, afinal, auto-regulação, como ela se divide em suas várias modalidades, e no que ela se diferencia de outras funções previstas ou admitidas nas estruturas regulatórias existentes? Em outras palavras: de que estamos todos a nos queixar?

Veja-se, por exemplo, a afirmação de Christopher Cox, ex-Presidente da Securities and Exchange Commission – SEC, dos Estados Unidos da América - EUA, em 26 de setembro de 2008, pouco antes de deixar o cargo:

“The last six months have made it abundantly clear that voluntary regulation does not work”.¹

O ex-Presidente Cox referia-se ao programa conhecido como Consolidated Supervised Entities (CSE), que naquela data estava sendo encerrado. O programa fora uma tentativa de reação da SEC, lançada em 2004, ao efeitos do Gramm-Leach-Bliley Act, aprovado pelo Congresso dos EUA no final de 1999 e que eliminara restrições, que existiam desde o Glass-Steagel Act de 1933, ao exercício de múltiplas atividades por bancos.

Por força do Gramm-Leach-Bliley Act algumas atividades relevantes passaram a ser exercidas no mercado de capitais por entidades não reguladas pela SEC, notadamente por bancos de investimento, e o programa CSE visava a obter que tais entidades se submetessem voluntariamente à supervisão da CVM americana.

Em que sentido terá o ex-Presidente da SEC se referido a “*voluntary regulation*”? Pode ser que tenha querido referir-se à espécie de regulação que depende da iniciativa das partes interessadas para existir, porque o estado não tem poderes para impô-la. E essa falta de poderes estatais abrange não apenas o poder de editar diretamente as normas, mas também o de exigir coativamente que os agentes de mercado as editem, sob sanções no caso de descumprimento. Regulação ou auto-regulação voluntária, nesse sentido, é aquela que o estado não pode impor.

Essa auto-regulação não se confunde, por exemplo, com aquela desempenhada pelas *self-regulatory organizations* (SRO) do sistema norte-americano. Em 2006, quando do anúncio público do encerramento bem sucedido das negociações para a fusão da National Association of Securities Dealers – NASD, então presidida pela atual Presidente da SEC, Mary Schapiro, com a área de supervisão da Bolsa de Valores de Nova Iorque – NYSE, o mesmo Christopher Cox afirmara:

¹ Íntegra do pronunciamento em www.sec.gov/news/press/2008/2008-230.htm.

*“Self regulation has played a key role in protecting investors for a very long time. Most observers agree that the SRO system has functioned effectively, and has served the government, the securities industry, and investors well. But despite this general agreement, one feature of the system in particular has increasingly drawn the attention of reformers – and that is its reliance on multiple, redundant regulators”.*²

De fato, aí o ex-Presidente da SEC referia-se à modalidade de auto-regulação de grande tradição nos Estados Unidos da América: aquela que incumbe a agentes de mercado que dependem de autorização estatal para funcionar, e que eles têm o dever de editar, sob a supervisão de um regulador estatal. A chamada auto-regulação de base legal.

Tudo leva a crer que as queixas e críticas à auto-regulação que vêm sendo feitas neste momento querem dirigir-se mais à ausência de regulação de certos agentes, especialmente quanto ao controle dos riscos que oferecem para o funcionamento do mercado, do que à qualidade da auto-regulação, seja de base legal, seja voluntária.

É o que parece se pode extrair da recente afirmação da Presidente do Comitê Executivo da Organização Mundial das Comissões de Valores - IOSCO, Jane Diplock:

*“There had been a belief, as outlined by Alan Greenspan in his evidence before the US Congress, that certain unregulated parts of the market would discipline themselves. Clearly, that did not happen and will not happen”.*³

Também é o que se vê do comunicado do G-20 divulgado ao final de sua reunião de 14 de março de 2009:

“We remain focused on the medium term actions, and make recommendations to the London Summit to ensure ... all systemically important financial institutions, markets and instruments are subject to an appropriate degree of regulation and oversight, and that hedge funds or

² Íntegra do pronunciamento em www.sec.gov/news/press/2006/2006-195.htm

³ Íntegra do pronunciamento, de 1º de março de 2009, em <http://www.iosco.org/library/speeches/pdf/IOSCOSP001-09.pdf>.

their managers are registered and disclose appropriate information to assess the risks they pose”⁴

Uma vez esclarecidos o conceito de auto-regulação e as vantagens e riscos a ela normalmente associadas, passar-se-á, na segunda parte do artigo (capítulo II), a uma análise da evolução da auto-regulação nos Estados Unidos e no Brasil, identificando, especialmente no caso brasileiro, alguns dos principais exemplos de auto-regulação, tanto de base legal como voluntária. Com efeito, uma grande dificuldade para a análise do papel que a auto-regulação pode desempenhar nas reformas que estão por vir está em identificar as diferenças de evolução dos mercados dos diversos países, e de cultura entre os seus agentes de mercado, de maneira a evitar que ainda outra vez, nessa crise como em outras, caminhe-se para fórmulas não necessariamente aplicáveis a todas as diversas situações existentes.

E essa dificuldade é exacerbada pela globalização, com a conseqüente inter-relação entre os mercados mundiais, e a indiscutível necessidade dos países de tratarem de maneira cada vez mais integrada e coletiva dos riscos daí decorrentes.

Idealmente regulação e auto-regulação são complementares, e não apenas na medida em que, teoricamente, não faz sentido que o Estado e as entidades auto-reguladoras despendam esforços para replicar suas atuações. A principal razão para uma atuação complementar está, a nosso ver, nas diferentes vocações dos agentes público e privado.

O tema é dos mais complexos, já que em matéria de modelos de regulação e de auto-regulação, e das fronteiras desta última com a regulação propriamente dita, não parece existir fórmula única, ou solução preferível às demais. O resultado conjunto de forças e de fraquezas inerente a cada solução é melhor ou pior dependendo do contexto cultural, legal e histórico de cada país, e de variáveis macro e micro-econômicas.

Quem poderá negar, por exemplo, que a concentração da indústria de fundos de investimento em títulos públicos, decorrente das generosas taxas de juros brasileiras, contribuiu para que esses mesmos fundos estivessem menos expostos

⁴ Íntegra do comunicado em <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009-fin-communique090314.pdf>.

a riscos que seus competidores internacionais? Mas, ao mesmo tempo, quem negaria que a liquidez diária que é a regra geral nesses mesmos fundos os tenha deixado potencialmente mais expostos à crise de liquidez?

Parece necessário, portanto, aprofundar a análise verificando se a auto-regulação brasileira merece crítica semelhante à que se tem feito internacionalmente, a uma crítica diferente ou se, afinal, se pode afirmar, entre nós, que a auto-regulação vem também cumprindo seu papel.

Examinaremos, em seguida, muito rapidamente, a função dos agentes auxiliares de mercado – *gatekeepers* (capítulo III) e a distinção entre normas de auto-regulação de condutas e as chamadas normas prudenciais (capítulo IV), elementos importantes para completar-se o raciocínio sobre os diversos papéis a serem desempenhados na regulação e na auto-regulação dos mercados de capitais.

Por fim, apresentaremos nossas conclusões, as quais incluem propostas de aprimoramento da auto-regulação brasileira, à luz das principais propostas de revisão da regulamentação que estão sendo internacionalmente debatidas.

Nossa conclusão, após a análise do atual estágio da regulação e da auto-regulação brasileiras, é a de que a auto-regulação, no Brasil, pode continuar desempenhando um importante papel, inclusive nesse momento de reformas do mercado de capitais.

Esse papel da auto-regulação parece-lhe estar reservado por diversas razões, como se verá. Mas uma delas salta mais aos olhos. É que da análise dos sistemas regulatórios pode decorrer, e normalmente decorre, a eventual necessidade de alteração das leis, inclusive a fim de que a auto-regulação seja mais eficiente. Em países com mercados de capitais de maior tradição e relevância para a população, os legisladores não apenas mantêm um acompanhamento mais frequente das questões regulatórias, como supervisionam com mais interesse as agências e órgão encarregados de sua execução.

No Brasil, contudo, o tema da regulação do mercado de capitais não desperta maior interesse no legislativo, e existe, também por isso, um temor generalizado de que a alteração das leis possa redundar em movimentos de retrocesso, e não de

avanço. Esse fator, por outro lado, talvez tenha contribuído favoravelmente para que a regulação e a auto-regulação venham caminhando de maneira especialmente entrosada, nos últimos anos no Brasil.

Essa mesma característica impulsiona, a nosso ver, a necessidade de que a auto-regulação antecipe-se às reformas legais no Brasil, e cumpra um papel definitivo e relevante na estruturação de um sistema mais eficiente. Certamente será iniciado no Brasil, como foi no exterior, o debate sobre a reorganização dos reguladores brasileiros, visando à sua unificação em duas grandes categorias, de um regulador prudencial e de um regulador de condutas, unificando-se a regulação e a supervisão Estatal nessas duas entidades, independentemente dos produtos e serviços financeiros pelos quais se faça acesso à poupança popular (produtos bancários, securitários, de previdência ou valores mobiliários).

Nesse campo, entretanto, nossa conclusão é no sentido de que a auto-regulação voluntária não precisa esperar, e pode dar passos profundos na unificação da auto-regulação de condutas, como no exemplo da *suitability* dos produtos financeiros, qualquer que seja a sua origem.

Além disso, no campo de auto-regulação de base legal, nossa conclusão é a de que existe uma ótima oportunidade na regulação das negociações dos derivativos, seja em bolsa, seja em mercados de registro organizados, como existem no Brasil, com melhoria na apuração de preços e na liquidação das operações. Outra área em que a auto-regulação teria um papel importante é a da disciplina dos fundos abertos que adotem cláusulas restritivas ao pagamento de resgates.

Por fim, também concluimos que é preciso investir na percepção ética e econômica dos agentes de mercado quanto à necessidade de que aprimorem seus próprios mecanismos de controle e normas de conduta, porque é da combinação dessa percepção com a melhoria dos controles estatais que pode resultar um avanço duradouro para a regulação dos mercados, sem que se faça uma aposta excessiva, e por isso arriscada, nas supostas onipresença e onisciência do regulador estatal prudencial.

I - Origem, conceito, vantagens e riscos da auto-regulação

I.1. Origem e conceito

A expressão auto-regulação é usada em diferentes sentidos, e para designar contextos distintos.

É comum, por exemplo, que se faça referência à auto-regulação em um sentido preponderantemente econômico, ligado à livre iniciativa. Auto-regulação, nesse sentido, corresponderia à suposta característica dos mercados, de sempre alocar os recursos da maneira mais eficiente. Dessa característica decorreria a necessidade de se garantir liberdade às instituições de mercado, que se disciplinariam por conta própria, independentemente de qualquer interferência estatal. Esse sentido celebrizou-se por representar a essência do liberalismo econômico e do pensamento dos teóricos do livre mercado.

Em um segundo sentido, mais moderado, mas no qual ainda é possível reconhecer aquelas mesmas raízes liberais, faz-se referência à auto-regulação como resultado de uma iniciativa organizada de agentes ou entidades de mercado de auto-regularem formalmente sua atuação, mediante a adoção de regras e de mecanismos de composição de conflitos, na chamada auto-regulação de base voluntária.

Em um terceiro sentido, faz-se referência à auto-regulação decorrente de uma delegação estatal, por meio da qual o órgão regulador atribui ao julgamento e à discricionariedade das próprias instituições reguladas o poder, e o ônus, de efetuar a supervisão e prevenir violações às normas legais.

Vital Moreira⁵ define esse terceiro sentido de auto-regulação como efetiva regulação da atividade econômica, sendo objeto de uma imposição, e não fruto de “*forças equilibradoras*” de mercado. Trata-se, assim, de regulação “*artificial*”, imposta externamente, ainda que o seja pelo conjunto dos agentes regulados. É nesse sentido que tal expressão será utilizada ao longo deste artigo.

⁵ MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Almedina, Coimbra, 1997, p. 52 e ss. Tais considerações foram sistematizadas de forma pioneira por Otávio Yazbek, em *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 208 e ss.

Em qualquer desses dois últimos sentidos, mesmo sendo originada de entidades formadas por agentes do próprio mercado, a auto-regulação difere do produto das forças de mercado, porque ela resulta de uma organização coletiva que impõe uma ordem, um conjunto de regras ou procedimentos a seus membros, e portanto não nasce do conjunto de operações – da mão invisível –, mas de uma estrutura que se destaca daquelas operações e dos agentes que as realizam e que sobre eles deverá atuar.⁶

A essência da auto-regulação é a de um processo de organização coletiva ao qual se submete um determinado grupo de participantes⁷. Esse processo tem caráter extra-estatal, no sentido de que é desenvolvido por órgãos coletivos privados. Como também ocorre com a regulação estatal, a auto-regulação se materializa em mais de uma dimensão. Por vezes, essa dimensão abrange, unicamente, a autoridade para criar normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, que passam a reger a atividade dos participantes submetidos à auto-regulação; em outros casos, alcança ainda a fiscalização e supervisão do grupo de participantes.

Não se deve confundir a auto-regulação com outro conjunto de normas que tem se tornado muito comum, e sido denominada mais frequentemente *soft law*, para representar recomendações e manuais de conduta editados seja por instituições privadas (como os códigos de governança corporativa existentes em diversas jurisdições) ou públicas (como o manual de melhores práticas de governança corporativa publicado em 2000 pela CVM).⁸ Tais documentos não são de cumprimento obrigatório, ao contrário do que acontece com normas de auto-regulação, sejam de base legal, seja voluntária.

Em sua origem, a auto-regulação parece estar ligada à necessidade natural das instituições de, internamente, organizarem as atividades de seus associados, criando instâncias diferenciadas da vontade desses associados, legitimadas a ditar as regras disciplinadoras da relação associativa. Como esclarece Otávio Yazbek, a auto-regulação se afigura, nesse contexto, como resultado da

⁶ YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro...*p. 209

⁷ “*Self Regulation describes the situation of a group of persons or bodies, acting together, performing a regulatory function in respect of themselves and others who accept their authority*”, cf. BLACK, Julia, “Constitutionalising Self-Regulation”, 1996 *Modern Law Review* 59, p. 24.

⁸ Para uma análise completa sobre o tema, confira-se Senden, Linda. 2004. *Soft Law in European Community Law*. Oxford: Hart Publishing.

institucionalização de relações antes meramente contratuais⁹. Por tal razão, em muitas jurisdições, a auto-regulação se desenvolveu anteriormente à regulação estatal, ocupando um espaço não preenchido pelas normas emanadas do Estado.

Com o passar do tempo, entretanto, essas regras de origem e abrangência essencialmente privadas foram muitas vezes alçadas ao papel de auxiliares do estado na disciplina da atividade econômica. As razões para que isso acontecesse estão ligadas às vantagens apresentadas pela auto-regulação, que se fazem notar de maneira destacada nos mercados financeiros e de capitais. Como ressalta a *International Organization of Securities Commissions - IOSCO*¹⁰:

“As markets developed, market participants recognized that regulation was necessary in order to protect the integrity of the market. Industry participants recognized that those who were most familiar with the customs and practices of a particular trade were best suited to create rules related to that trade, to enforce those rules and to resolve the disputes that arose from those rules. Moreover, the familiarity with the concepts involved ensured that such disputes were quickly resolved and that the rules for commerce in that particular market continually and quickly adapted to the evolutions in the manner in which trade was conducted.

Self-regulation has proven to be efficient regulation. SROs by their very nature have greater flexibility to adapt regulatory requirements to a rapidly changing business environment. One of the biggest challenges that government faces in devising and administering a statutory oversight framework is to provide an appropriate level of government oversight of SRO activities without encumbering or usurping an SRO’s ability to respond quickly and flexibly to changing market conditions and business needs. Self-regulation has also proven to be effective regulation. In self-regulation, the rules are drafted by market participants with an intimate knowledge of the market who know how to maximize the regulatory benefits (e.g., orderly markets, customer protection, reduction of systemic risk) while minimizing the business costs. This intimate knowledge of the

⁹ YAZBEK, Otávio, *Regulação do Mercado Financeiro ...*, p. 210.

¹⁰ Model for Effective Regulation, maio de 2000, disponível para consulta em www.iosco.org.

market is essential for creating a self-regulatory framework, which is perceived as appropriate and reasonable by the regulated individuals and entities. This perception will in turn result in a tighter degree of compliance by the market participants operating within the self-regulatory framework.

Industry representation and self-regulation continue to be integral parts of most regulatory schemes. Even in the recent transformations of a few regulatory models, many aspects of self-regulation have been reincorporated into the statutory regulatory framework.”

Do ponto de vista de sua origem existem dois grandes sistemas de auto-regulação: o de base voluntária (auto-regulação voluntária ou privada) e a que se exerce por imposição legal (auto-regulação de base legal ou pública). Essa distinção é explicada, mais uma vez, por Vital Moreira, para quem a auto-regulação é privada (ou de base voluntária) quando os agentes a ela se submetem voluntariamente, por vínculo contratual normalmente manifestado pela adesão a uma determinada organização, cuja autoridade supervisora passa a ser reconhecida. Já na auto-regulação pública (ou de base-legal) a submissão do participante é coativa, sendo objeto de sanção estatal.

Na legislação Européia essa distinção tem sido tratada de modo ligeiramente diverso, do ponto de vista da nomenclatura, pela referência a auto-regulação (*self-regulation*) para designar a auto-regulação voluntária, e a co-regulação (*co-regulation*) para designar a auto-regulação de base legal. É o que se vê Plano de Ação divulgado em 2002 pela Comissão Européia, denominado *Simplifying and Improving the Regulatory Environment*:¹¹

“Self-regulation concerns a large number of practices, common rules, codes of conduct and voluntary agreements which economic actors, social players, NGOs and organized groups establish themselves on a voluntary basis in order to regulate and organize their activities. Unlike coregulation, self-regulation does not involve a legislative act”

¹¹ Disponível em <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2002:0278:FIN:EN:PDF>.

“These voluntary agreements constitute one form of self-regulation. Voluntary agreements can also be concluded on the basis of a legislative act, i.e. in a more binding and formal manner in the context of co-regulation, thereby enabling parties concerned to implement a specific piece of legislation”.

A distinção entre o tipo de auto-regulação de que se trate é necessária, na medida em que, como destaca José Alexandre Tavares Guerreiro,¹² as fontes de competência produzem efeitos importantes, notadamente no tocante aos instrumentos jurídicos utilizados para coibir violações às normas editadas. No campo da auto-regulação voluntária, tais instrumentos estão fundados no direito privado, em especial em medidas contratuais, tais como a imposição de multa e, no limite mais extremo, a expulsão da associação do participante que tenha infringido as regras associativas.

Otávio Yazbek explica:

*“Isso não quer dizer, porém, que a relação entre a instituição auto-reguladora e o regulado seja ‘horizontal’ — não se encontram os dois em relação de mera coordenação, lado a lado, mas em relação de subordinação, porém sustentada muito mais por aquele instrumento típico das relações entre agentes privados”.*¹³

Os instrumentos privados constituem um diferencial poderoso a favor da auto-regulação, em comparação à regulação estatal, como ressalta a IOSCO¹⁴:

“The contractual relationship that an SRO has with the individuals and entities it regulates can be powerful. It can have a global reach, crossing national boundaries; it can reach where statutory powers may not. IOSCO’s Objectives and Principles of Securities Regulation state that SROs may require the observance of ethical standards, which go beyond government regulations. The contractual relationship also provides more flexibility and it allows SROs to react more quickly because it is based on

¹² GUERREIRO, José Alexandre Tavares, “Sobre o Poder Disciplinar da CVM”, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, vol. 43, Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo, especialmente pp. 72 e ss.

¹³ YAZBEK, Otávio, *Regulação do Mercado Financeiro ...*, p. 210/211.

¹⁴ *Model for Effective...*, p. 5

the SRO's rulebook and the agreement by the SRO's members that they will comply with the requirements of the SRO's rulebook. The process of revising the SRO contractual agreement can be a less cumbersome process than having to change statutory laws through legislative acts."

Se, em suas origens, a auto-regulação se situava nos domínios não alcançados pela ação estatal, a verdade é que, atualmente, existem modalidades bastante diversificadas de composição entre regulação e auto-regulação. A própria possibilidade de combinar modalidades de diferentes matizes constitui uma das vantagens da auto-regulação. Algumas envolvem a presença estatal, seja como incentivador ou iniciador do processo de auto-regulação, seja como depositário final do dever de zelar pela observância dos dispositivos legais sobre os quais trabalha a auto-regulação. Em outras, o estado edita as regras, delegando apenas sua aplicação prática à auto-regulação. Há, ainda, situações em que o estado determina inteiramente ao auto-regulador a edição e a aplicação de determinada norma.

Em todas essas formas, é possível afirmar que a auto-regulação, atualmente, é muito mais utilizada como um complemento da regulação do que como uma alternativa à sua inexistência. Especialmente no mercado financeiro e de capitais, os mecanismos de auto-regulação vigentes se integram, de maneira mais ou menos direta, com a atividade regulatória estatal. Portanto, a resposta à indagação sobre a função e a utilidade da auto-regulação depende em grande parte do modelo de auto-regulação adotado.

I.2. Vantagens e riscos da auto-regulação

Entre as vantagens mais freqüentemente citadas da auto-regulação, em comparação com a regulação estatal, está a proximidade com a atividade regulada. Os auto-regulados teriam, em tese, melhor conhecimento técnico e prático para produzir normas de melhor qualidade em resposta às situações de mercado, pelo conhecimento das irregularidades de ocorrência mais provável, possibilitando uma atuação mais eficaz e célere, como destaca Nelson Eizirik¹⁵. Além disso, a auto-regulação conseguiria rever suas normas e procedimentos em

¹⁵ EIZIRIK, Nelson, "Regulação e Auto-Regulação do Mercado de Valores Mobiliários", in *Questões de Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 130.

ritmo mais condizente com a dinâmica dos mercados, escapando da lentidão inevitável da atividade estatal.

Também é comum que a auto-regulação encontre maior espaço para a imposição de princípios e normas de conteúdo ético, despidas da juridicidade típica e obrigatória da regulação estatal. Este ponto, aliás, é seguidamente ressaltado como altamente positivo pelos defensores de tal sistema, como explica Nelson Eizirik¹⁶:

“Isto porque, além de evitarem a desnecessária multiplicidade de normas jurídicas reguladoras do mercado, com como sua discussão pelos tribunais, estariam voltadas para a institucionalização das práticas equitativas no mercado, consagradas pelo uso. Assim, a auto-regulação em seu funcionamento efetivo teria como questão básica o exame da justiça de determinadas práticas, ao invés de sua legalidade”.

A adesão e a receptividade às normas e procedimentos das entidades auto-reguladoras pelos participantes também é facilitada, quando comparada às normas emanadas do regulador Estatal, visto que os participantes tendem a atribuir maior importância ao cumprimento de tais normas. De fato, estando envolvidos com a elaboração das normas de auto-regulação, os participantes sentem-se moralmente constrangidos a observá-las, de maneira que os custos com a fiscalização do cumprimento dessas normas tendem a ser mais reduzidos que o das modalidades estatais de regulação.

Há, na verdade, uma vantagem muito clara das normas de auto-regulação quanto à legitimidade. Agentes de mercado frequentemente questionam a legitimidade e o acerto de normas estatais que interferem em sua atuação – por vezes até mesmo pondo em dúvida sua constitucionalidade – o que muito raramente ocorrerá com relação a normas emanadas do próprio grupo de agentes.

Por outro lado, como parece evidente, essas mesmas vantagens trazem riscos para a auto-regulação. Tanto o conflito de interesses de certos membros de uma categoria, como o corporativismo de toda a classe, podem levar, e frequentemente levam, à diminuição do grau de exigência ou à não aplicação de sanções em situações em que elas seriam devidas.

¹⁶ EIZIRIK, Nelson, op. cit. p. 131.

Além disso, é freqüente que na auto-regulação, mesmo de base legal, existam lacunas nas normas legais sobre os limites das atuações estatal e privada, e os poderes de cada uma – problema que se agrava quando se trata da auto-regulação de base voluntária.

Esses riscos não escaparam a estudiosos do tema, como se vê da opinião de Peter Grajzl e Peter Murrell:¹⁷

“Allocation of regulatory rights matters because regulatory contracts are incomplete. The source of potential welfare gains in delegating rule-making powers to producers is in their greater adaptability to changing institutional conditions. The source of potential welfare losses is in the active participation of the regulated in the regulatory process. Therefore, whether rulemaking authority should be extended to producers, or consolidated within the government, will depend on country-specific factors. When there is a large amount of uncertainty surrounding the results of institutional construction or little divergence between producers' and consumer's interests is small, the benefits of delegating regulatory powers outweigh the costs. In the opposite case, the regulatory arrangement that yields higher social welfare depends on the extent to which the government's motives are populist or aligned with those of producers.”

¹⁷ Grajzl, Peter and Murrell, Peter, Allocating Lawmaking Powers: Self-Regulation vs. Government Regulation. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 35, Nº 3, Setembro de 2007. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=870888.

II - Evolução da auto-regulação

II.1. A evolução da auto-regulação norte-americana

Grande parte da experiência norte-americana com auto-regulação em mercado de capitais está ligada à auto-regulação exercida pelas bolsas. Embora a maioria das bolsas tenha surgido e se desenvolvido como associações voluntárias entre corretores, a partir de 1934 elas passaram a ser tuteladas pelo Estado, tendo sido alçadas, pelo Exchange Act, à condição de entidades auto-reguladoras, em um mecanismo de auto-regulação de base legal.

Um dos primeiros Presidentes da SEC, William O. Douglas, resumiu a idéia central da estratégia regulatória adotada na delegação de competência às bolsas:

“(...) letting the exchanges take the leadership with Government playing a residual role. Government would keep the shotgun, so to speak, behind the door, loaded, well oiled, cleaned, ready for use, but with the hope it would never have to be used”¹⁸.

Em 1938, com a edição do chamado *Maloney Act*, o conceito de auto-regulação bursátil foi estendido aos intermediários que atuavam em mercado de balcão organizado, resultando assim na criação da *National Association of Securities Dealers – NASD*, que, em julho de 2007, após associação com a divisão de supervisão de intermediários da *New York Stock Exchange*, passou a denominar-se *Financial Industry Regulatory Authority - FINRA*.

Entretanto, no que diz respeito ao mercado de balcão, o objeto principal da atenção e da delegação Estatal iniciada pelo *Maloney Act* não é propriamente o mercado de balcão como ambiente organizado de negociação de valores mobiliários, mas sim os intermediários que ali atuam, abrangendo especialmente os deveres fiduciários inerentes à relação com os clientes por eles atendidos¹⁹.

¹⁸ LOSS, Louis, *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston and Toronto: Little, Brown and Company, 1987, p. 616.

¹⁹ Nos Estados Unidos, atualmente, a principal regra sobre os mercados de valores mobiliários é a chamada Regulation NMS (outubro de 2004, disponível para consulta em <http://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>). A Regulation NMS tem por objetivo agrupar as informações e negociações realizadas nos múltiplos ambientes em que pode se dar a negociação de valores mobiliários (Bolsas, Alternative Trading Systems – ATS e Electronic Communication Networks – ECN), tentando evitar, dessa forma, a execução de ordens em condições que não sejam as melhores para

Em muitos aspectos relevantes, entretanto, o mercado de balcão ainda permanece como um ambiente opaco e mantido à margem da regulação estatal, como demonstraram os eventos ligados à atual crise financeira.

A despeito da longa tradição de auto-regulação bursátil, não há, nos Estados Unidos, instituição de auto-regulação de base legal que abranja a categoria dos chamados “*investment advisors*”. Os *investment advisors* são participantes, sujeitos ao chamado *Investment Advisors Act*, de 1940, que, mediante remuneração, têm como atividade oferecer aconselhamento, efetuar recomendações, editar relatórios ou fornecer análises sobre valores mobiliários, diretamente ou por meio de publicações.

Assim, na mesma categoria de *investment advisors* estão participantes tão distintos, sob a perspectiva do sistema brasileiro, como os analistas de valores mobiliários, consultores de investimento em valores mobiliários e administradores de carteira de valores mobiliários, já que, em alguns casos, os *investment advisors* também são responsáveis por gerir valores mobiliários de titularidade de seus clientes. Como regra geral, os *investment advisors* só estarão sujeitos a registro se entre as suas atividades se incluir a gestão de recursos de terceiros. Neste caso, o registro deve ser obtido junto à Comissão de Valores de seu respectivo Estado quando os recursos geridos forem inferiores a US\$ 25 milhões, e junto à própria SEC, caso ultrapassem tal limite.

Interessante notar que, a despeito de não lhes ser exigido pelas normas estaduais ou federais, muitos *investment advisors* obtêm certificações profissionais concedidas por instituições de auto-regulação dedicadas à certificação e fiscalização de condutas de tais profissionais²⁰. Tais instituições têm Códigos de Conduta cujo cumprimento é verificado em bases anuais, mediante análise de formulários de envio obrigatório por parte de seus associados, ações de supervisão preventiva ou, ainda, através do acompanhamento de publicações da imprensa especializada.

o investidor, especialmente de varejo. Os chamados ATS foram reconhecidos pela Regulation ATS (dezembro de 1998, disponível para consulta em <http://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>). Os chamados Electronic Communication Networks – ECN são também redes eletrônicas de negociação que podem escolher registrar-se como bolsas de valores, atendendo às normas aplicáveis a elas aplicáveis, ou como intermediários, caso em que deverão submeter-se ao disposto na Regulation ATS.

²⁰ As certificações mais comuns são a CFP (Chief Financial Planner), concedida pelo Certified Financial Planner Board of Standards (<http://www.cfp.net/default.asp>) e a CFA (Chief Financial Analyst), concedida pelo Global Association of Investment Professionals (<http://www.cfainstitute.org/index.html>)

A obtenção de tais certificações não só pelos *investment advisors* norte-americanos, mas também por profissionais de investimento localizados nas mais diversas jurisdições, tem sido uma exigência cada vez mais comum das principais instituições empregadoras desses profissionais, seja pela titulação conferida pela certificação, seja pelas normas éticas editadas pelas entidades que administram a concessão da certificação.²¹

Apesar dessa longa tradição de auto-regulação, o sistema norte-americano é fortemente baseado na expectativa de atuação estatal, notadamente repressora de condutas ilícitas. O próprio discurso das autoridades americanas sempre reforça a idéia de que a repressão pela SEC de tais condutas deve ser um dos principais, senão o principal motor de supervisão dos mercados.

Como se sabe, o *Securities Act* de 1933 e o *Exchange Act* de 1934 foram diplomas legais editados como parte do conjunto de reformas integrantes do *New Deal*, idealizado e implementado por Franklin D. Roosevelt nos anos de depressão econômica que sucederam à grande crise de 1929. Tais normas tinham entre seus objetivos reprimir os abusos de mercado ocorridos durante os anos vinte por meio de normas impositivas de divulgação de informação e de sanções criminais.

Essa repressão baseava-se, em larga medida, na ação estatal, como evidencia o fato de a própria SEC ter sido instituída pelo *Exchange Act* de 1934. Assim, mais do que em qualquer outro sistema, a constante presença estatal constitui um traço básico do modelo norte-americano de regulação e de auto-regulação:

“With a strong populist wind at its back, the New Deal Congress quite explicitly sought to restructure American business and finance through these reforms. The banking reforms were designed to break the near monopoly that J. P. Morgan and a small group of other banks had on American corporate finance, and to sharply diminish the bank’s role in the governance of America’s largest corporations. The creation of the SEC, and the SEC’s authority to oversee the stock exchanges, then put a governmental regulator in the oversight role that had previously been occupied by the Banks and other Wall Street insiders. Many of Roosevelt’s

²¹ Poder-se-ia discutir se nesses casos citados se trata mais propriamente de *soft Law*. Contudo, essa discussão fugiria ao escopo deste trabalho.

*corporate law advisors wanted to go still further, and enact a federal incorporation statute that would make Congress rather than the states the principal regulator of corporate law. But the campaign for federal incorporation foundered, in part because of missteps in the timing and framing of the legislation”*²²

Essa característica básica de forte presença estatal vem sendo mantida ao longo dos anos, e não apenas na área da repressão de condutas ilícitas. Nos episódios de crise ocorridos no mercado de capitais norte-americano, nos quais tanto a regulação estatal quanto a auto-regulação estiveram em cheque, a principal reação tem sido a pressão por mais regulação estatal.

Na chamada crise do “*back-office*”, entre o final da década de 1960 e início da década de 1970, na Bolsa de Nova York, quando a SEC foi duramente criticada por não ter monitorado os procedimentos internos e a capacitação dos intermediários para desempenho de suas atividades, a explicação publicamente dada pela SEC para as falhas, como descreve Roberta S. Karmel, foi a de que²³:

“it’s authority was insufficient to ensure fair and effective self-regulation in the areas of rule-making, enforcement and disciplinary proceedings. The Commission therefore requested new statutory authority to (1) approve, disapprove and amend SRO rules; (2) enforce SRO rules; and (3) review all SRO disciplinary action. (...) Instead of defending a rational and reasonable regulatory judgment in dealing with a novel and serious crises, the SEC advised Congress that if it had more and better regulatory tools, it could deal more harshly with the SROs”

²² ARMOUR, John e SKEEL Jr., David, “Who Writes the Rules on Hostile Takeover and Why – The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, p. 30, *Working Paper 73/2006*, setembro de 2006, disponível para consulta em www.ssrn.com.

²³ KARMEL, Roberta, in *Regulation by Prosecution*, p. 122-123. Não obstante tais fatos, a importância da auto-regulação foi ressaltada pela própria reforma de 1975. O relatório da Comissão do Senado norte-americano encarregada de estudar e elaborar o projeto de norma estabelecia que: “*Although self-regulation has not always performed up to the expectations, on the whole it has worked well, and the Committee believes it should be preserved and strengthened. [This bill] is designed to accomplish this, not only to clarify regulatory responsibilities at all levels but also by assuring that the self-regulatory organizations follow effective and fair procedures, that their activities are not anti-competitive and that the Commission’s oversight powers are ample and its responsibility to correct self-regulatory lapses is unmistakable. The intention of the Bill is not to diminish the role of self-regulation but to strengthen the total regulatory fabric*”.

Mais recentemente, em 2000, após os escândalos societários que precederam a falência da *Enron*, foi editado o *Sarbanes-Oxley Act*, através do qual a autoridade estatal foi uma vez mais reforçada, como explica de novo Roberta S. Karmel²⁴:

“Sarbanes-Oxley was passed in response to the bursting of the stock market bubble of the late 1990s and the uncovering of widespread financial fraud at large public companies which had been high fliers during the boom in technology stocks. The demise of Enron, Adelphia Communications, Qwest, Global Crossing, WorldCom and other companies resulted in enormous losses to shareholders and employees of the companies affected, not only of their jobs but also of their pensions. Without inquiring too deeply into the reasons for the bubble and its collapse, or why accounting irregularities at public companies had become so pervasive, Congress passed Sarbanes-Oxley to restore investor confidence. The statute was based primarily on recommendations from the SEC, and in the process, the SEC acquired power to regulate corporate governance at large public companies and to exercise much more regulation of auditors and attorneys. (...)

The purpose of this litany of governmental actors who might be blamed for investor losses which preceded the adoption of Sarbanes-Oxley is to suggest that the hearings which preceded the statute were, at least in part, an effort by Congress to blame business, rather than government, for the nation’s economic woes, and that the statute was, at least in part, an effort by the SEC to obtain more power over public companies and to make it easier to prosecute business for derelictions that were already illegal.”

E agora, diante da crise, a reação nos Estados Unidos foi inicialmente da mesma ordem, como se vê do diagnóstico do próprio então Presidente da SEC, Christopher Cox²⁵, em pronunciamento sobre os *Credit Default Swaps* – CDS,

²⁴ KARMEL, Roberta S. *Realizing the Dream of William O. Douglas – The Securities and Exchange Commission Takes Charge of Corporate Governance*, pp. 28 e 29, disponível para consulta em <http://ssrn.com/abstract=525522>. Sobre as sucessivas crises e discussões travadas sobre o conceito de auto-regulação, veja-se *Concept Release Concerning Self-Regulation*, publicado pela SEC em 2005, e disponível para consulta em <http://www.sec.gov/rules/concept/34-50700.htm>.

²⁵ Opening Remarks at SEC Roundtable on Modernizing the Securities and Exchange Commission’s Disclosure System, 08.10.2008, disponível para consulta em www.sec.gov.

contratos derivativos celebrados em mercado de balcão – que notoriamente estiveram no centro da crise:

“The regulatory black hole for credit default swaps is one of the most significant issues we are confronting in the current credit crises, and it requires immediate legislative action. (...) The market for CDS is barely 10 years old. It has doubled in size since Just two years ago. It has grown between the gaps and seams of the current regulatory system, where neither the Commission nor any other government agency can reach it. No one has regulatory authority over credit default swaps – not even to require basic reporting or disclosure. (...)

But today, the Commission’s only authority with respect to over-the-counter credit default swaps is limited to enforcing the antifraud laws, such as those against insider trading. In fact, federal securities law specifically prohibits the commission from regulation of credit default swaps – even as a preventive measure against fraud. That state of affairs cannot remain. We have seen the costs of other regulatory gaps in the last few months. There is no longer any excuse for failing to act. Legislation is needed to require trade and position reporting by dealers in over-the-counter credit default swaps. Public reports of over-the-counter transactions would provide transparency and ensure better pricing. (...)

*But under almost any circumstances, despite the potential for an organized and regulated credit default swaps market, the over-the-counter market will continue to be substantial. And for that reason, the lack of regulation in the over-the-counter market will continue to be a growing cause of concern. **The solution is to provide in statute the authority to regulate these products to enhance investor protection and ensure operation of fair and orderly markets”.***

Também a auto-regulação exercida pelas bolsas esteve na berlinda, como se viu da discussão sobre a disciplina do aluguel de ações a descoberto. Nos Estados Unidos, a ausência de limites e controles sobre o montante de ações disponíveis para aluguel, somada à brandura das sanções a que estavam sujeitos os vendedores a descoberto em caso de não entrega das ações e às dificuldades de

fiscalização de operações realizadas de maneira dispersa entre vários participantes, fizeram do aluguel de ações um instrumento para manipulação de mercado.

Com o objetivo de reprimir práticas consideradas abusivas no aluguel de ações, a SEC editou, em 17 de setembro de 2008, um conjunto de medidas regulatórias²⁶:

“The Securities and Exchange Commission today took several coordinated actions to strengthen investor protections against “naked” short selling. The Commission’s actions will apply to the securities of all public companies, including all companies in the financial sector. The actions are effective at 12:01 a.m. ET on Thursday, Sept. 18, 2008.

‘These several actions today make it crystal clear that the SEC has zero tolerance for abusive naked short selling,’ said SEC Chairman Christopher Cox. ‘The Enforcement Division, the Office of Compliance

²⁶ <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-204.htm>. Algumas dessas práticas foram depois seguidas pela grande maioria das jurisdições Europeias, como se verifica do comunicado de 19 de setembro de 2008 do Council of European Securities Regulators – CESR <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=5238>. Tais tipos de falha não são possíveis no mercado brasileiro, onde o empréstimo de ações foi desenvolvido bem mais recentemente, como se apressou a esclarecer a CVM em 03 de outubro de 2008, a propósito da divulgação que deu a comunicado feito pela *International Organization of Securities Commissions – IOSCO*: “Esse serviço [de empréstimo de títulos] é prestado de maneira centralizada, por entidades de compensação e liquidação autorizadas pela CVM (atualmente, o único serviço ativo é o BTC, administrado pela CBLC). Dessa forma, existe o registro de todas as operações de empréstimo realizadas e o serviço é supervisionado pela CVM, que inclusive dispõe da identificação de cada investidor que tome títulos emprestados. A informação sobre o volume total alugado por ativo é pública, assim como a oferta de valores disponíveis para empréstimo, com as respectivas quantidades e taxas, que é atualizada a cada 15 minutos. Há também limites máximos quanto aos empréstimos que podem ser mantidos em aberto por investidor ou grupo (3%), por intermediário (6,5%) e pelo mercado (20%), limites que são calculados em relação ao total de ações em circulação da companhia. Por fim, cabe comentar especificamente as chamadas *naked short sales*. Trata-se da estratégia por meio da qual o investidor vende a descoberto sem, na verdade, ter intenção de entregar o ativo vendido na data da liquidação. Dessa forma, ele não toma providências para tomar emprestada a ação e falha na liquidação. Esse tipo de operação é considerada abusiva e é o principal alvo das medidas adotadas na maioria dos mercados que o fizeram. No mercado brasileiro, não se observa esse tipo de operação, inclusive porque há mecanismos que a tornam inviável. Um deles é a realização de empréstimo automático, pela própria entidade de compensação e liquidação, na hipótese do vendedor vir a falhar na entrega das ações na data de liquidação. Caso não haja ações disponíveis e a liquidação não se complete, é compulsoriamente emitida ordem de compra das ações no mercado. E ocorre a imposição ao investidor inadimplente de multa diária de 0,2% sobre o valor total do negócio a partir da falha na liquidação e até que ela se complete. A CVM deseja reafirmar que concorda com os membros do Comitê Técnico da IOSCO quanto ao caráter benéfico, no geral, das operações de venda a descoberto, contribuindo para uma formação de preços mais saudável e para a liquidez do mercado. E que não identifica, até aqui, a prática abusiva desta estratégia em nosso mercado. A CVM entende que o mercado brasileiro, nesse aspecto, conta com um marco regulatório e com regras impostas por auto-regulação que o protegem adequadamente de abuso, ao mesmo tempo em que viabilizam a venda a descoberto. Embora não contemple no momento a adoção de medidas regulatórias adicionais, a CVM se manterá atenta a eventuais alterações nesse quadro.”

Inspections and Examinations, and the Division of Trading and Markets will now have these weapons in their arsenal in their continuing battle to stop unlawful manipulation.'

In an ordinary short sale, the short seller borrows a stock and sells it, with the understanding that the loan must be repaid by buying the stock in the market (hopefully at a lower price). But in an abusive naked short transaction, the seller doesn't actually borrow the stock, and fails to deliver it to the buyer. For this reason, naked shorting can allow manipulators to force prices down far lower than would be possible in legitimate short-selling conditions."

Nessa mesma linha de aumento da regulação, uma das primeiras reações à crise atual foi a idéia de reorganização dos reguladores americanos. O tema foi exposto com grande detalhe ainda no governo anterior, com o Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure divulgado em março de 2008 pelo Departamento Tesouro.²⁷ O documento propunha diversas medidas para a reorganização do sistema regulatório americano, divididas em ações de curto, médio e longo prazo. Dentre as medidas de médio prazo está a fusão da SEC com a Commodity Futures Trading Commission – CFTC, órgão regulador dos mercados futuros e de mercadorias criado em 1974.

No longo prazo, o *Blueprint* do Tesouro propõe a unificação das dezenas de reguladores estaduais e federais do mercado americano em três entidades: um regulador da estabilidade do mercado (*Market Stability Regulator*, que seria o *Federal Reserve*); um regulador prudencial (*Prudential Financial Regulator*) e um regulador de condutas (*Business Conduct Regulator*). Além desses reguladores principais haveria duas outras entidades: o *Federal Insurance Guarantee Corporation*, encarregado de administrar as garantias de depósitos e o *Corporate Finance Regulator*, encarregado das funções hoje atribuídas à SEC no que se refere à disciplina da divulgação de informações, governança corporativa, contabilidade das companhias, etc.. (as funções de regulação de condutas de agentes de mercado, fiscalização e punição atualmente exercidas pela SEC seriam transferidas para o *Business Conduct Regulator*).

²⁷ Íntegra disponível em <http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>.

Depois disso, entretanto, começaram a surgir indícios de que soluções de auto-regulação podem também vir a fazer parte do arsenal anti-crise americano. E um bom exemplo disso acaba de ocorrer no que se refere aos CDS de balcão.

O tema dos CDS – e das negociações de derivativos no mercado de balcão como um todo – chamou a atenção de todos os reguladores quando do agravamento da crise atual. Por sugestão do *Blueprint*, foi criado um Grupo de Trabalho do Presidente dos Estados Unidos – President’s Working Group, composto entre outros pelo Secretário do Tesouro, pelos Presidentes da SEC e da CFTC e pelo Presidente do Federal Reserve, os quais estabeleceram objetivos para uma política relacionada ao mercado de derivativos de balcão, com foco primário em CDS.

Dentre as sugestões dessa política²⁸ inclui-se a transparência de preços de negociação, acesso dos reguladores às posições detidas pelas partes e pela contraparte central, adoção de medidas de controle de risco pelos reguladores, melhoria na infra-estrutura dos mercados de balcão e colaboração contínua entre os reguladores.

Em observância a essa política, e atendendo a pedido apresentado pela Chicago Mercantile Exchange – CME e pelo Citadel Investment *Group*, a SEC editou, em 13 de março de 2009, uma ordem concedendo diversas exceções provisórias aos seus requerimentos normais, inclusive para o registro como entidade de liquidação (*clearing*) visando a autorizar a negociação de CDS no ambiente da CME.²⁹

A SEC reconhece, assim, que uma entidade auto-reguladora pode suprir, por meio dos mecanismos por ela adotados, e supervisionados pela própria SEC, as informações e controles julgados necessários para uma adequada atuação dos agentes de mercado, sem a necessidade de edição de normas legais adicionais, ao menos em princípio.³⁰

²⁸ Íntegra disponível em <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/policyobjectives.pdf>

²⁹ Íntegra da decisão disponível em <http://www.sec.gov/rules/exorders/2009/34-59578.pdf>

³⁰ Em princípio porque, como dito, a autorização é provisória (e com sua edição a SEC também deu início a uma audiência pública sobre seus termos, e os passos futuros a adotar). E, além disso, a própria decisão reconhece que a autoridade da Comissão sobre mercados de balcão para CDS é limitada (“*The Commission’s authority over this OTC market for CDS is limited*”), porque quando tais contratos são estruturados como contratos de *swap*, como definidos no Gramm-Leach-Bliley Act, a SEC não tem poderes de supervisão.

Frise-se que no caso do mercado americano os requerimentos de margens para clientes de corretoras são estabelecidos pela FINRA (entidade auto-reguladora), e que a FINRA já manifestou publicamente a intenção de rever suas regras quanto a margens para CDS,³¹ revelando que o tema vem sendo objeto de atenção pelas diversas entidades auto-reguladoras americanas.

A matéria, aliás, fora objeto de manifestação da nova Presidente da SEC, Mary Schapiro, antes mesmo de deixar a presidência da FINRA, que assumira em 2006 quando da fusão com a NASD, que presidia. Disse ela, em 23 de outubro de 2006:³²

“We must bring large systematically important yet unregulated participants in the financial markets under the regulatory umbrella and we must develop centralized clearing houses and exchange trading facilities for products that can affect the capital of our large institutions. Of course, I am principally speaking of the credit default swap market.”

Tudo indica, contudo, que o reforço da atuação estatal ainda será o principal instrumento de longo curso da resposta norte-americana à crise dos mercados de capitais, sempre com grande atenção ao *enforcement*. Aliás, diversas medidas recentes da SEC têm confirmado essa atenção.³³ Mas ainda que possivelmente a auto-regulação de base voluntária continue a ter pouco espaço, se comparada à auto-regulação de base legal, o fato é que a escolha de uma profissional com longa experiência na auto-regulação como Presidente da SEC pode representar um sinal de que as regras oriundas dos agentes de mercado continuarão a ter seu espaço assegurado na regulação norte-americana.

De fato, em um de seus primeiros pronunciamentos como Presidente da SEC, em 6 de fevereiro de 2009, Mary Schapiro reconheceu a necessidade de mais regulação, mas também invocou a necessidade de revisão, pelos agentes de

³¹ A íntegra da nova regra proposta está disponível em <http://www.finra.org/web/groups/industry/@ip/@reg/@rulfil/documents/rulefilings/p118120.pdf>

³² Íntegra do pronunciamento disponível em <http://www.finra.org/Newsroom/Speeches/Schapiro/P117297>

³³ Veja-se não apenas as medidas relativas ao *short selling*, antes referidas, mas também a recente suspensão do “*penalty pilot*”, um programa que exigia que a área de *enforcement* da SEC obtivesse autorizações do Colegiado para a realização de certas acusações, a contratação de um Procurador Federal (Robert Khuzami) como diretor da divisão de *enforcement* e a criação de novos modelos de atendimento e tratamento de denúncias (*tips or whistleblower*).

mercado, de seu padrão ético de conduta, para a própria sobrevivência do mercado. Disse ela:

“But make no mistake. Regulation is a two-way street. The “regulated” need not wait for a regulator's reforms, though they will come. At a time when investors are appalled at the ways of Wall Street, it is there that change must begin. A strong and reinvigorated SEC will be on the beat like never before to catch wrongdoers. But there needs to be a new era of responsibility on Wall Street and throughout our markets to ensure that wrongs don't occur in the first place. The sooner that Wall Street works to repair its own problems, the sooner investors will once again find the confidence to invest in what should be the finest markets in the world.”³⁴

Tudo indica que grande parte das mudanças que estão por vir na regulação do mercado norte-americano tratará da regulação estatal, principalmente no âmbito da reorganização dos reguladores e da supervisão prudencial. Mas o espaço da auto-regulação parece ainda assegurado, especialmente no que diz respeito à regulação de condutas.

II.2. A evolução da auto-regulação brasileira

II.2.1 A auto-regulação de base legal das Bolsas

A forma mais tradicional de auto-regulação, no Brasil, é também aquela exercida pelas bolsas de valores. Essa tradição se explica, seja por aspectos históricos, na medida em que a auto-regulação exercida pelas bolsas precedeu a própria regulação estatal, seja por aspectos econômicos, considerando a necessidade de garantir a boa formação de preços, fundamental ao sistema das bolsas³⁵.

A auto-regulação bursátil no Brasil é de base legal, e tem como fundamento especialmente os arts. 8º, § 1º, e 17, parágrafo único, da Lei 6.385/76. O art. 8º, depois de tratar da competência da CVM para a regulamentação e fiscalização dos mercados e das instituições intermediárias, determina que tal competência *“não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e*

³⁴ Disponível em <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch020609mls.htm>.

³⁵ YAZBEK, Otávio, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, p. 211.

Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários neles negociados”.

Já o parágrafo único do artigo 17 estabelece que “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 neles realizadas”³⁶

No plano administrativo a competência auto-reguladora das bolsas sempre foi prestigiada, como se vê da Instrução 220, de 1994, que determinava a edição de normas de conduta das corretoras pelas Bolsas, e pela Instrução 387, de 2003, que a substituiu. O art. 3º desta última norma exige das bolsas de valores que criem regras de conduta a serem observadas pelas corretoras no relacionamento com seus clientes e com os demais participantes de mercado³⁷. O art. 20 do mesmo diploma atribui às bolsas, como órgãos auxiliares da CVM, a competência para fiscalizar as atividades dos seus membros e para baixar normas complementares necessárias à execução do disposto na norma.

Um tema sempre presente nas discussões sobre o assunto, e pouco claro na legislação brasileira, dizia respeito à forma de convivência das atividades de supervisão das Bolsas e da CVM. Tradicionalmente, durante o período em que as Bolsas de valores organizavam-se como entidades mutualizadas, prevalecia a

³⁶ A expressão “órgãos auxiliares” deu origem, no passado, a acesa discussão doutrinária sobre a natureza pública ou privada das atividades exercidas pelas Bolsas de Valores. A discussão se celebrizou em torno dos pareceres elaborados pelos professores Fábio Konder Comparato e Celso Antônio Bandeira de Mello sustentando que as bolsas de valores prestariam um serviço público em nosso sistema de mercado de capitais (respectivamente, em “Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação de seu objeto”, in *Direito Empresarial: Estudos e Pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 319; e “Natureza Jurídica das Bolsas de Valores”, in *Revista de Direito Público nº 81*, Ed. Revista dos Tribunais, São Paulo, 1987). Tal discussão ganha novos contornos com a edição da Instrução 461, cujo art. 14 exige das entidades administradoras de mercado organizados que mantenham equilíbrio entre seus interesses próprios e o interesse público a que devem atender, como responsável pela preservação e pela auto-regulação dos mercados por ela administrados.

³⁷ Tais regras deveriam atender aos seguintes princípios: proibidade na condução das atividades; zelo pela integridade do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de depósito de garantias; diligência no cumprimento de ordens e na especificação de comitentes; diligência no controle das posições dos clientes na custódia; capacitação para desempenho das atividades; obrigação de obter e apresentar a seus clientes informações necessárias ao cumprimento de ordens, inclusive sobre riscos envolvidos nas operações do mercado; adoção de providências no sentido de evitar a realização de operações em situação de conflito de interesses e assegurar tratamento equitativo a seus clientes; e suprir seus clientes, em tempo hábil, com a documentação dos negócios realizados.

visão de que a CVM é que deveria punir os agentes de mercado – o que se vê até mesmo pela pouca incidência de punições relevantes no âmbito das Bolsas, naquele período.

O tema foi inclusive enfrentado pelo Colegiado da CVM, como se vê de voto apresentado pelo então Diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos no julgamento de processo sancionador, especialmente quanto ao aspecto do cabimento de sanção pelo regulador ao auto-regulador que se omitisse naquilo que, aos olhos do regulador, seria a conduta de supervisão adequada.³⁸

Com a edição da já citada Instrução CVM 461, de 2007, o reconhecimento da auto-regulação de base legal chega a seu ponto máximo no que diz respeito à atuação das bolsas (que, no conceito da norma, constituem-se como uma das espécies de mercados organizados de valores mobiliários). Em diversas passagens a Instrução reconhece a importância da auto-regulação, tanto em sua faceta normativa, como em sua faceta fiscalizatória.

Tal reconhecimento, entretanto, não afasta o poder de atuação estatal, como se vê, especialmente, do disposto no parágrafo único do art. 15 da referida norma segundo o qual *“a CVM poderá recusar a aprovação de regras ou exigir alterações, sempre que as considere insuficientes para o adequado*

³⁸ Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) 32/98, julgado em 06.05.2004, disponível em www.cvm.gov.br. Disse então o Diretor Luiz Antonio: *“É meu entendimento que quando o regulador (no caso o Conselho Monetário Nacional) defere à auto-regulação competência para instaurar inquéritos e processos administrativos, naturalmente não autoriza ao regulador que adote procedimentos contra o ente auto-regulador porquanto diverja das medidas que adotou. Evidentemente, caso nenhuma medida tenha sido adotada, pode a CVM questionar este fato. De outro lado, não pode a CVM pretender punir o auto-regulador quando diverge da medida adotada pelo auto-regulador. Não me parece que caiba julgar o julgamento. O auto-regulador tem competência para tomar as medidas que entender conveniente e se as medidas tomadas são diferentes daquelas que a CVM entende adequadas, é uma questão de julgamento, de opinião e daí não advém, segundo penso, responsabilidade disciplinar. Não ficou caracterizada negligência, ressalvo. Quanto mais, ressalve-se, quando se fala de aferição de indícios e provas, onde incide, inequivocamente, o princípio do livre convencimento. E não é por outra razão, aliás, que a regulação dispõe expressamente que o poder disciplinar das bolsas de valores não exclui o da CVM e sendo assim a CVM pode adotar os procedimentos que entender adequado, como aliás o fez no presente caso. (...) E eu tenho aqui uma posição, que repito não é nova, que quando se delega para a auto-regulação — e nesse sentido, num primeiro momento, pelo menos, quem delega abre mão de exercer o julgamento — não compete, no meu modo de ver, por discordar do julgamento e entender que um ou outro caminho deveria ser tomado ou seria mais indicado, por isso punir a pessoa que exerceu seu julgamento de uma forma razoável, ainda que não seja, no entendimento da Comissão de Valores Mobiliários ou de quem quer que seja, o julgamento que entende melhor. Essas cabeças podem pensar diferentemente.”*

funcionamento do mercado de valores mobiliários, ou contrárias a disposição legal ou regulamentar”.

Mas não é só. Além de diversas normas tendentes ao monitoramento da atuação das Bolsas pela CVM, a Instrução 461 prevê, no art. 115, a possibilidade de cancelamento da autorização dada a uma bolsa, depois de devido processo legal, *“se ficar comprovado que a entidade deixou de acatar determinação da CVM ou não tem capacidade para observar, e zelar pela observância, por parte das pessoas autorizadas a operar, de suas regras e contratos, bem como da lei e da regulamentação da CVM”.*

Assim, salvo em caso de fraude ou declarações falsas, em que poderá ser instaurado processo sancionador, a consequência para a omissão da bolsa nos seus deveres de auto-regulação será a do cancelamento de seu registro.

A Instrução prevê ainda a atuação conjunta da CVM e do órgão da bolsa encarregado da supervisão de mercado, que deve ter estrutura e governança independentes. E o §4º do art. 49 da Instrução 461 prevê a hipótese de que o investigado requeira *“que a penalidade que lhe tenha sido imposta, ou a prestação que tenha sido acordada em termo de compromisso celebrado no âmbito da auto-regulação, seja submetida à CVM como base para a celebração de termo de compromisso”.* Nessa hipótese a atuação da CVM seria poupada, e substituída pela da bolsa, mas mediante escrutínio a ser realizado caso a caso, quanto à proporcionalidade da atuação da bolsa, diante da conduta do agente.

A Instrução 461 também dispôs detalhadamente sobre os mercados de balcão organizados, estabelecendo os requisitos de seu funcionamento. Todos os mercados de balcão são regulados no Brasil, por força da Lei 6.385/76, sejam organizados ou não, mas a Instrução 461 definiu mais claramente os limites entre um e outro, e as regras aplicáveis às operações neles realizadas.

II.2.2 Outros exemplos de auto-regulação de base legal

A auto-regulação pelas bolsas é a única auto-regulação do mercado brasileiro de base legal em sentido estrito, isto é, em que o dever de auto-regular uma atividade decorre de lei em sentido formal, emanada do Congresso Nacional.

Mas há outros casos em que a regulação baixada pela CVM exige, para o exercício de certas atividades no mercado, que depende de autorização da CVM por força de lei, a adesão do agente a uma entidade auto-reguladora que edite normas consideradas satisfatórias pela CVM.

Dessa espécie é a Instrução CVM 388, de 2003, que dispõe sobre as atividades dos analistas de investimentos, e se apóia na auto-regulação para a disciplina das atividades desses participantes.

De acordo com o art. 3º da referida norma, cabe às entidades de direito privado de âmbito nacional, sem fins lucrativos e previamente autorizadas pela CVM, editar e fiscalizar código de conduta e ética profissional, bem como aferir, mediante exames de qualificação ética e técnica, se os candidatos ao registro de analista de valores mobiliários apresentam aptidão adequada para o exercício de tal atividade, sem o que o registro pela CVM não será concedido a tais profissionais.

Mais recentemente, a CVM colocou em discussão pública minuta de norma que pretende revogar a atual Instrução 388,³⁹ propondo o fortalecimento ainda maior da auto-regulação:

“Com o objetivo de fortalecer a auto-regulação da atividade de analista, aproximando esta matéria do modelo no qual o órgão regulador fiscaliza os participantes do mercado, primordialmente, por meio das entidades auto-reguladoras, a quem a Minuta chama de entidades credenciadoras, a Minuta estabelece: (i) a necessidade de credenciamento de certos analistas (os autônomos e os que forem responsáveis pelo relatório de análise, quando vinculados a pessoas jurídicas); (ii) regras sobre a relação dos analistas com as entidades credenciadoras; e (iii) uma série de obrigações novas das entidades credenciadoras para com a CVM, em sua maioria, inspiradas na Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.

Essa ampliação do papel das entidades credenciadoras na supervisão da conduta dos analistas também ampliou suas obrigações para com a CVM. Um exemplo disso são as novas regras de prestação de contas.

³⁹ Edital de Audiência Pública nº 03/2008, disponível no site da CVM em www.cvm.gov.br

Periodicamente, de acordo com a Minuta, as entidades credenciadoras deverão encaminhar à CVM relatórios sobre a possível inobservância, pelos analistas por ela credenciados, das normas legais e do seu código de conduta profissional, bem como relatórios de prestação de contas do cumprimento, pela entidade, das obrigações impostas pela Minuta, em especial em relação à fiscalização da atividade de analista, incluindo as punições aplicadas pela entidade.”

Essa técnica de regulação pode ser denominada “*instituidora*”, porque determina que agentes privados adotem normas detalhadas com base em princípios enunciados pela norma estatal.

Desse tipo é a Instrução CVM 301, de 1999, que dispõe sobre a identificação, cadastro de clientes, registro de operações, comunicação e sobre a responsabilidade administrativa prevista nos inc. I e II do art. 11 da Lei 9.613/99 (Lei de combate à lavagem de dinheiro). O art. 9º, I, da Instrução determina aos destinatários da norma que desenvolvam e implementem manual de procedimentos de controle que viabilizem a fiel observância das disposições previstas na Instrução. Os procedimentos de aderência à norma não são, assim, previstos nela própria, mas deixados à discricão das instituições a ela submetidas que, pressupõe-se, estão em melhores condições que o estado para avaliar as práticas relevantes para atender às prescrições previstas na Instrução.

Outro exemplo é o do art. 15 da Instrução CVM 306, de 1999, que, adicionalmente à segregação de atividades exigida dos administradores de carteira que exerçam outras atividades em mercado de capitais, requer a adoção de procedimentos operacionais que objetivem, entre outros, a definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa, a preservação de informações confidenciais, a implementação de programas de treinamento, a acesso restrito a arquivos e o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários.

Mais uma vez, nesses casos, o regulador optou, diante da heterogeneidade de situações, por não detalhar as medidas necessárias à prevenção dos conflitos de interesse que se presume existir pelo exercício simultâneo de outras atividades

em mercado de capitais, delegando essa tarefa à instituição administradora de carteira.

Também é assim quanto à política de negociação de ações por administradores de companhias abertas prevista pelo art. 15 da Instrução 358, de 2002, da qual devem constar “*procedimentos que assegurem que em nenhuma hipótese a companhia negociará com as próprias ações nos períodos de vedação*” estabelecidos na norma e na própria política de negociação. O resultado que se pretende atingir é a proibição à negociação em períodos vedados pela norma, mas caberá à companhia dispor sobre como negociar nos demais períodos. Na mesma norma foi criada a política de divulgação de ato ou fato relevante que, a teor do art. 16, deve contemplar procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas.

Mais um comando dessa espécie é o do art. 40 da Instrução 409, de 2004, que determina ao administrador que adote uma política de administração dos riscos assumidos pelo fundo, bem como o do art. 86, §4º, segundo o qual os derivativos integrantes da carteira do fundo devem ser considerados em função do valor de exposição, corrente e potencial, que acarretem sobre as posições detidas pelo fundo, apurado de acordo com metodologia consistente e passível de verificação.

O dispositivo reconhece que os derivativos, seja por sua potencial complexidade, seja pela diversidade de situações em que podem ser empregados pelo administrador do fundo, são incompatíveis com um tratamento normativo homogêneo e minudente.

II.2.3 Auto-regulação de *base voluntária*

Ao lado desses exemplos de auto-regulação de base legal (ou instituída) o mercado brasileiro desenvolveu uma auto-regulação de base voluntária em pelo menos duas áreas que merecem destaque.

A primeira delas se deu na própria Bolsa de Valores de São Paulo (hoje BM&F Bovespa S.A.), com a criação, em 2000, do Novo Mercado. Embora as regras de listagem sejam obrigatórias para as bolsas, o modelo de auto-regulação do Novo Mercado envolveu uma sofisticada construção visando a intervenções nas

estruturas de governança mínimas das empresas listadas, superiores aos requisitos impostos pela lei, com resultados extremamente expressivos.⁴⁰

Não se trata, no caso, de meras recomendações (*soft law*). O não cumprimento das normas do Novo Mercado resultará na potencial punição dos responsáveis, na obrigação de realizar oferta pública aos acionistas minoritários e ainda na solução das disputas legais por meio de arbitragem, e não judicialmente.

A segunda iniciativa de auto-regulação voluntária de grande porte desenvolveu-se paulatinamente, com a sucessiva edição de normas e a sofisticação do modelo de fiscalização, pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID. No Brasil, bancos de investimento são regulados prudencialmente pelo Banco Central do Brasil, assim como as corretoras e distribuidoras. Os bancos de investimento são em grande parte ligados a conglomerados que incluem bancos comerciais, seguradoras, empresas de previdência e administradoras de recursos de terceiro.

As normas da Anbid aplicam-se apenas a seus membros – o que inclui, entretanto, virtualmente a integralidade dos agentes de mercado sistemicamente relevantes, dentre bancos de investimento, administradores de fundos de investimento e custodiantes –, os quais aderem voluntariamente à Associação, e ao cumprimento de normas de conduta mais rígidas, instituídas em seus Códigos de Auto-Regulação⁴¹.

A observância às normas de conduta estabelecidas nos Códigos dá ao participante o direito de utilizar o “*Selo Anbid*” de qualidade. A Anbid também

⁴⁰ Em fevereiro de 2009, havia 435 empresas listadas na BM&FBovespa, sendo 276 listadas no segmento tradicional ou com listagem de Brazilian Depositary Receipts (“BDR”) e 159 listadas nos segmentos diferenciados de listagem. Nos segmentos diferenciados de listagem, 99 companhias pertencem ao Novo Mercado, 18 ao Nível 2 e 42 ao Nível 1. Em fevereiro de 2009, o somatório das empresas integrantes dos segmentos especiais de listagem representava 57,5% da capitalização de mercado da BM&FBovespa (17,3% do Novo Mercado, 2,4% do Nível 2 e 37,8% do Nível 1). A quase totalidade das ofertas públicas realizadas a partir de 2004 teve lugar em algum dos segmentos especiais de listagem. (cf. Boletim Informativo do Novo Mercado, ano 8, nº 141, março de 2009, disponível para consulta em <http://www.bovespa.com.br/pdf/BoletimInformativo141.pdf>)

⁴¹ Atualmente, há sete Códigos de Auto-Regulação: Código de Auto-Regulação da Anbid para as Ofertas Públicas de Distribuição e de Aquisição de Valores Mobiliários, Código de Auto-Regulação da Anbid para Atividades Conveniadas, Código de Auto-Regulação da Anbid para Atividades de Private Banking no Mercado Doméstico, Código de Auto-Regulação da Anbid para o Programa de Certificação Continuada, Código de Auto-Regulação da Anbid para os Fundos de Investimento, Código de Auto-Regulação da Anbid para os Serviços Qualificados para o Mercado de Capitais e Código dos Processos de Auto-Regulação da Anbid.

confere certificação a certas categorias de profissionais de mercado que obtêm notas satisfatórias em seus exames, aderindo a normas de conduta mais rigorosas que as legalmente impostas.

Finalmente, a Anbid supervisiona a atuação dos profissionais cuja certificação foi concedida, bem como dos produtos e serviços a que o “*Selo Anbid*” de qualidade foi concedido, podendo aplicar penalidades em caso de descumprimento de suas normas.

A auto-regulação voluntária da Anbid tem tido bastante êxito na imposição de condutas a seus associados. O fato de os Códigos não se ampararem nem em lei, nem em regulamentação instituidora, significa que sua edição só é possível quando há razoável grau de consenso, entre os que vão ser afetados, a respeito dos assuntos tratados nos documentos que serão editados. Mas, uma vez editados, o nível de cumprimento das normas é muito alto, e o de aceitação das punições sofridas também, sem precedente de recurso ao judiciário para discussão das penalidades.⁴²

A Anbid, adicionalmente, passou a atuar de maneira a antecipar medidas estudadas pela CVM, tornando-as obrigatórias para seus associados. Há pelo menos dois exemplos recentes. O primeiro, em 2006, relativo aos chamados fundos de investimento “*raspa-conta*”, de aplicação automática de recursos depositados em contas correntes bancárias. A Deliberação Anbid nº 29, de outubro de 2006, proibiu a utilização desse produto para pessoas físicas não qualificadas, e, nos demais casos, exigiu documentação e informação adicional, tendo em vista, entre outros fatores, a perda da garantia do Fundo Garantidor de Depósitos – FGC enquanto os recursos transitavam pelos fundos de investimento.

⁴²Desde a edição, em 1998, do Código de Auto-Regulação de Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, foram registradas 722 ofertas que resultaram na edição de 301 Cartas de Advertência, na aplicação de 114 Multas e na instauração de 25 Processos. Desde a edição, em 2000, do Código de Auto-Regulação de Fundos de Investimento, houve 15.747 análises de que resultaram a edição de 6.451 Cartas de Advertência, a aplicação de 983 Multas e a instauração de 26 Processos. Desde a publicação, em 2002, do Código de Auto-Regulação para o Programa de Certificação Continuada, foram certificados 141.311 profissionais, foram editadas 160 Cartas de Supervisão e aplicadas 5 Multas. Desde a edição, em 2004, do Código de Auto-Regulação para Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, foram realizadas 41 supervisões, editadas 22 Cartas de Advertência e aplicadas 16 Multas. Finalmente, desde a edição, em 2006, do Código de Private Banking do Mercado Doméstico, foram realizadas 20 visitas educativas, emitidas 17 Cartas de Advertência e aplicadas 3 Multas. Cf. boletim de Auto-Regulação da Anbid, ano II, edição n] 5, fevereiro de 2009, disponível para consulta em http://www.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/estatisticas/Boletim_n05.pdf.

O segundo caso referiu-se aos empréstimos pré abertura de capital (*Equity Kickers*), realizados por bancos intermediários de ofertas públicas de venda, especialmente ofertas iniciais – IPOs. No início de 2008, o Código da Anbid foi revisto para exigir divulgação especial e destacada desse tipo de empréstimo, inclusive com menção ao conflito de interesses nos fatores de risco dos prospectos.

Posteriormente, em novembro de 2008, foi colocada em audiência pública nova proposta de alteração do Código, dessa vez exigindo, entre outros, a contratação de coordenador adicional para as operações de oferta pública sempre que o banco líder da oferta possuir participação acionária, direta ou indireta, superior a 10% na empresa que está realizando a emissão, ou sempre que mais de 20% dos recursos captados na oferta forem destinados à instituição responsável pela operação⁴³. Até agora, tais medidas foram aceitas pela CVM como soluções satisfatórias.

Passo relevante no que se refere ao reconhecimento da qualidade da auto-regulação de base voluntária no Brasil veio com a recente edição da Instrução 471, de 06 de agosto de 2008, instituindo o chamado procedimento simplificado de registro de ofertas públicas de certos tipos de valores mobiliários. A essência da norma está no fato de a CVM adotar o citado registro simplificado, com prazos mais abreviados de análise, quando os documentos da oferta pública em questão já houverem sido previamente analisados por entidades auto-reguladoras com as quais a CVM tenha celebrado convênio específico.

É importante notar que neste caso a norma da CVM não exige a existência da auto-regulação, não a institui nem a impõe. O que se faz é admitir que, se a auto-regulação existir, e ela for de qualidade, poderá produzir efeitos benéficos aos participantes que a ela se submeterem, no que se refere a prazos e procedimentos de análise pela CVM.

A celebração do Convênio entre a entidade auto-reguladora e a CVM depende da comprovação, a juízo da Comissão, de que a entidade auto-reguladora disponha de estrutura adequada e capacidade técnica para cumprimento das obrigações

⁴³ Uma outra exigência é a que restringe a venda, pela instituição financeira, dos valores mobiliários ofertados pelo período de 180 dias. A limitação abrange tanto a alienação efetiva quanto a chamada “venda sintética” de papéis.

previstas na norma. Entre as regras mínimas que deverão constar dos convênios destacam-se: as obrigações da entidade auto-reguladora, inclusive em relação a verificação diligente do atendimento, pelas ofertantes e pelos intermediários, das leis e normas relativas ao registro pretendido, elaboração e divulgação de regras internas sobre os procedimentos e critérios de análise prévia e produção de relatório técnico, qualificação técnica e treinamento dos prepostos que conduzirão as análises prévias e produzirão os relatórios técnicos, indenização por prejuízos causados à CVM por atos ou omissões praticados pela entidade auto-reguladora ou seus prepostos no cumprimento do disposto no convênio e na Instrução e, produção de relatórios periódicos sobre as suas atividades de análise prévia e produção de relatórios técnicos.

Adicionalmente, o convênio deverá dispor sobre a possibilidade de fiscalização, pela CVM, da atuação da entidade auto-reguladora e de seus prepostos no cumprimento do disposto no convênio e na Instrução e sobre as conseqüências do descumprimento do convênio pela entidade auto-reguladora.

Em 20 de agosto de 2008 a Anbid tornou-se a primeira, e, até o momento, a única, entidade de auto-regulação a celebrar o convênio com a CVM⁴⁴.

⁴⁴ http://www.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/Convenio/Procedimento_Simplificado.pdf

III. Agentes auxiliares do mercado de capitais (*Gatekeepers*)

Um importante ponto de reflexão, antes que se examinem as possibilidades de aprimoramento da auto-regulação no Brasil, diz respeito à distinção das funções no mercado de capitais.

Uma crise de mercado de capitais como a atual pode ter sua origem na falha de agentes de mercado, mas sem que se possa falar de falha da auto-regulação.

As práticas de mercado, as leis de mercado de capitais em todo o mundo, e a regulação baixada pelas agências supervisoras do mercado em todo o mundo impõem diversos deveres de conduta a diversas pessoas encarregadas de funções específicas na captação e na gestão de recursos do público.

John Coffee Jr. enumera e distingue esses *Gatekeepers* de duas maneiras:⁴⁵

“First, the gatekeeper may be a Professional who is positioned so as to be able to prevent wrongdoing by withholding necessary cooperation or consent. For example, an investment banking firm can refuse to underwrite the issuer’s securities if it finds that the issuer’s disclosures are materially deficient; similarly, an auditor or an attorney who discovers a serious problem with a corporate client’s financial statements or disclosures can prevent a merger from closing by declining to deliver an opinion that is a necessary precondition for that transaction. In this first sense, the gatekeeper is a private policeman who has been structured into the process to prevent wrongdoing. By withholding its approval, it closes the gate, typically denying the issuer access to the capital markets.

...

Thus, a second and superior definition of the gatekeeper is an agent who acts as a reputational intermediary to assure investors as to the quality ‘signal’ sent by the corporate issuer. The reputational intermediary does so by lending or ‘pledging’ its reputational capital to the corporation, thus enabling investors or the market to rely on the corporation’s own disclosures or assurances where they otherwise might not. The gatekeeper has such reputational capital because it is a repeat player who has served

⁴⁵ COFFEE JR., John C. *Gatekeepers – The Professions and Corporate Governance*. Oxford University Press, Oxford, 2006, pp.2/3.

many clients over many years. Examples of gatekeepers providing such certification or verification services to investors are obvious: the auditor certifies that the corporation's financial statements comply with generally accepted accounting principles; the investment banker delivers a fairness opinion in a cash-out merger that assures the minority shareholders of the company that they have received a 'fair' price; and the credit rating agency assigns a rating to the corporation's debt securities. The securities analyst best illustrates the difference in these two definitions, as it has no power to block or veto any transaction, but its positive evaluation may lend credibility to the subject company's own disclosures or predictions."

A introdução de *gatekeepers* obrigatórios em transações de mercado de capitais vem sendo usada muito intensamente pela regulação estatal, no exterior e no Brasil, visando não só a assegurar o cumprimento de requisitos mínimos de conduta como também a auxiliar na supervisão prudencial (como no caso dos auditores independentes e das agências de *rating*).

No Brasil o caso mais evidente é o dos auditores independentes, cujos pareceres são obrigatórios tanto nos fundos de investimento quanto nas seguradoras e instituições financeiras. Os auditores são regulados, já que sua atuação no mercado de capitais depende de registro prévio na CVM por força da Lei 6.385/76, e tanto as pessoas jurídicas quanto as físicas podem ser punidas administrativamente, e respondem civilmente, por força de norma expressa da lei (cf. art. 23, §§3º e 4º da Lei 6.385/76).

Os *gatekeepers* têm uma função relevantíssima na prevenção das fraudes, porque, como salienta John Coffee Jr., *"all boards of directors are prisoners of their gatekeepers. No board of directors – no matter how able and well-intentioned its members – can outperform its Professional advisors."*⁴⁶

Mas também são inúmeras as regras que atribuem relevância, do ponto de vista prudencial – ou seja, de acompanhamento de exposição a risco – a notas mínimas por agências de classificação de risco (*rating*).⁴⁷ Tais agências, no entanto, são

⁴⁶ COFFEE JR., John C. *Gatekeepers – The professions and corporate governance ...*

⁴⁷ Veja-se, por exemplo, a Resolução 3.456, de 1º de junho de 2007, que estabelece diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar ("EFPC"). A citada Resolução divide as carteiras das EFPC no segmento de renda fixa em carteiras com baixo risco de crédito, ou com médio ou alto risco de crédito (art. 8º e ss.), dependendo da

relativamente reguladas no exterior, e não são reguladas no Brasil, não dependendo sua atuação de prévio registro em qualquer regulador nacional.⁴⁸

Praticamente todas as análises da atual crise apontam para a existência de conflitos de interesse das agências de *rating*, como se apontava na crise de 2000 para os conflitos de interesses dos auditores, decorrente do fato de que são remuneradas pelos emissores de títulos, e não pelos investidores. E com a mesma ênfase de então recomendam a edição de novas regras para regular a atividade das agências.

Mais uma vez, veja-se o pronunciamento de Mary Schapiro no âmbito do programa “*SEC Speaks in 2009*”, em 6 de fevereiro de 2009⁴⁹:

“The crisis facing our capital markets will require aggressive and timely action to restore investor trust and confidence. To this end, allow me to highlight a few of the initiatives that I hope to pursue as priorities:

Improving the quality of credit ratings by addressing the inherent conflicts of interest credit rating agencies face as a result of their compensation models and limiting the impact of credit ratings on capital requirements of regulated financial institutions. (...)”

E, ainda, o texto da carta aberta de 12 de novembro de 2008. da IOSCO aos países que participavam da reunião do G-20⁵⁰:

classificação atribuída a certos ativos pelas agências classificadoras de risco. A aquisição de tais ativos, em tais casos, está condicionada à contratação da agência classificadora. A Resolução 3.308, de 31 de agosto de 2005, que dispõe sobre a aplicação dos recursos garantidores das reservas, dos fundos e das provisões das sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência complementar, contém disposição também condicionando a aquisição de certos ativos à nota que lhe tiver sido dada por agência de *rating* (art. 4º e ss.). Esse condicionamento também foi imposto pela Resolução 3.506, de 26 de outubro de 2007, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios (cf. arts. 7º e ss.). A Instrução 409 não condiciona a aquisição de ativos para as carteiras dos fundos à obtenção de notas pelas agências de *rating*, nem obriga os fundos ali disciplinados a contratarem tais agências para avaliar suas próprias cotas. Entretanto, caso o fundo decida pela contratação, o §5º do art. 41 da norma contém normas que disciplinarão a relação. Já a norma que regula os fundos de investimento em direitos creditórios determina que cada classe ou série de cotas de sua emissão seja classificada por agência classificadora de risco sempre que destinada à colocação pública (cf. art. 3º, inc. III, Instrução 356/01).

⁴⁸ Desde o Credit Rating Agency Reform Act, de 2006, as agências de *rating* são obrigadas a se registrar na SEC utilizando o Form NRSRO (National Recognized Statistical Rating Organizations). Em agosto de 2008, já motivada pela crise, a SEC propôs diversas alterações a esse formulário. As grandes agências de *rating* estão todas registradas perante a SEC.

⁴⁹ Address to Practising Law Institute's, disponível para consulta em <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch020609mls.htm>

“Building on its existing principles for high quality securities regulation, IOSCO is already examining ways to address some of the regulatory gaps highlighted by the crisis. This work includes:(...) establishing global norms for regulators of credit rating agencies through the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies and promoting CRA compliance with rules through cooperative oversight and inspection.”

Finalmente, a Recommendation XIV do G30, específica para as agências de rating⁵¹:

“Regulatory policies with regard to Nationally Recognized Securities Rating Organizations (NRSROs) and the use of ratings should be revised, preferably on an internationally coordinated basis, to achieve the following:

a. Users of risk ratings, most importantly regulated users, should be encouraged to restore or acquire the capacity for independent evaluations of the risk of credit products in which they are investing.

b. Risk ratings issued by the NRSROs should be made more robust, to reflect the risk of potential valuation losses arising not just from default probabilities and loss in the event of default, but also from the full range of potential risk factors (including liquidity and price volatility).

c. Regulators should encourage the development of payment models that improve the alignment of incentives among the providers of risk ratings and their clients and users, and permit users to hold NRSROs accountable for the quality of their work product.”

Essa nova regulação a ser editada não deveria abandonar, em nossa opinião, a tentativa de encontrar, também na atividade das agências de *rating*, o papel da auto-regulação. Embora se trate de mercado muito concentrado, as vantagens da

⁵⁰ Disponível para consulta em <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS133.pdf>. Os resultados do trabalho de verificação da implementação, pelas agências de rating, do Código de Conduta da IOSCO, foram publicados pela IOSCO em 12 de março de 2009. Juntamente com tais resultados, a IOSCO enviou nota ao G-20 e ao *Financial Stability Forum* em que propõe que o Código de Conduta seja utilizado como base para a supervisão internacional das agências de rating, além de outros mecanismos para assegurar a supervisão adequada, pelos diversos reguladores nacionais, das agências de rating ativas em nível global. Disponível para consulta em <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS138.pdf>.

⁵¹ Disponível para consulta em <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>

auto-regulação, no que se refere ao conhecimento da atividade e de suas falhas mais comuns não devem ser subestimadas.

No caso dos auditores independentes brasileiros, em que, como em todo mundo, um pequeno grupo de empresas domina o mercado, o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil – Ibracon tem realizado um trabalho importante do ponto de vista da uniformização de entendimentos e procedimentos mais rigorosos, de maneira a evitar que o interesse empresarial afaste as empresas do caminho adequado. Muitas vezes, inclusive, essa atuação pode ser criticada por exageros de interpretação conservadoras, mas não por leniência institucional.

IV. Auto-regulação prudencial e de condutas

Uma observação final, quanto às estruturas de regulação e auto-regulação, diz respeito à necessária distinção entre a regulação prudencial e a regulação de condutas. A primeira diz respeito ao controle dos riscos a que está exposta a entidade supervisionada, enquanto a segunda refere-se aos procedimentos impostos aos agentes de mercado, sejam partes interessadas (emissores, contrapartes, mercados organizados) sejam agentes auxiliares (*gatekeepers*).

A auto-regulação prudencial é muito mais escassa que a de condutas, e quando ela existe normalmente trata apenas de indicar limites e raios de ação, quase sempre amplos. Como exemplo podem citar-se os limites mínimos de capital por corretoras, nos Estados Unidos, e de alocação de recursos dos fundos de investimento de acordo com sua classe, no Brasil. A fiscalização de tais limites normalmente é feita, em termos de auto-regulação, de maneira superficial, e *a posteriori*.

Provavelmente a principal razão para a limitação do espectro da auto-regulação prudencial é a preservação das informações confidenciais pelos agentes de mercado, sobre estratégias de atuação. O acompanhamento da solidez e da liquidez dos agentes em bases detalhadas provavelmente exporia informações muito delicadas, gerando grande resistência à adoção das normas.

Essa situação não parece tender a alterar-se, porque as razões para que o sigilo seja preservado (especialmente a competição) também interessam aos consumidores, e portanto o regulador provavelmente se absterá de delegar a função de acompanhamento. Por isso, não se deve, a nosso juízo, depositar muitas esperanças na auto-regulação prudencial, especialmente do ponto de vista da supervisão dos agentes de mercado.

Já a auto-regulação de condutas é muito mais freqüente, como se viu do relato da evolução da auto-regulação nos Estados Unidos e no Brasil. Sua fiscalização pelas entidades auto-reguladoras é bastante comum, intensa e bem sucedida.

Nossa opinião é a de que, adicionalmente, a auto-regulação de condutas pode cumprir um papel relevante na difusão de práticas éticas e responsáveis, fazendo com que os riscos reputacionais, porque percebidos pela classe dos agentes de

mercado, e não por cada agente isoladamente, sejam ponderados com mais cuidado, quando se estiver diante de situações de conflito de interesses.

Os conflitos de interesse, aliás, são um terreno fértil para as normas de auto-regulação de condutas, porque provavelmente elas serão muito mais adequadas aos eventos reais do dia a dia dos agentes de mercado do que esquemas teóricos previstos pela regulação estatal.

V. Conclusão: as propostas contra a crise e a auto-regulação no Brasil

Feita a análise do conceito e da evolução da auto-regulação, e de seu atual estágio no Brasil, é possível concluir este artigo com algumas considerações sobre os desafios da regulação e auto-regulação, diante da realidade do mercado de capitais após a crise atual, e à luz das principais propostas que vêm sendo formuladas pelos estudiosos do tema.

V.1 – Unificação ou colaboração estreita entre reguladores, e a auto-regulação.

V.1.1 – A regulação unificada e seus desafios no Brasil

Uma das principais propostas que têm sido feitas para a reestruturação do sistema regulatório do mercado de capitais no mundo diz respeito à criação de um regulador prudencial único, capaz de supervisionar o risco do sistema de maneira completa, ou ao menos à estruturação de mecanismos de supervisão integrada entre reguladores prudenciais, eliminando-se a existência de entidades relevantes não prudencialmente supervisionadas. Também tem sido mencionada a regulação unificada de condutas, mas com menos ênfase.

Esse modelo já existe em alguns países do mundo, como o Reino Unido (em que a *Financial Services Authority* é o único regulador prudencial e de condutas) e a Austrália (que adota o chamado *twin peaks* model, com um regulador prudencial – a APRA – *Australian Prudential Regulatory Authority* e um regulador de condutas – a ASIC – *Australian Securities and Investment Commission*).

O modelo traz vantagens importantes, como a visualização e o acompanhamento completo dos riscos de mercado pelo regulador prudencial, e a redução da chamada arbitragem regulatória, consistente na tendência dos agentes de mercado de utilizarem os produtos menos onerosos do ponto de vista da regulação, com risco de prejuízo informacional, ou mesmo de aumento do risco para os investidores.

A proposta partiu de várias fontes, mas está muito bem detalhada nas sugestões do Grupo dos 30 (G30), fruto do trabalho de um conjunto de *experts* reunidos a partir de julho de 2008 sob o comando de Paul Volcker, Arminio Fraga Neto e

Tommaso Padoa-Schioppa, e descritas principalmente nas *Core Recommendations I e II*.⁵²

Segundo a *Core Recommendation I* “*Gaps and weaknesses in the coverage of prudential regulation and supervision must be eliminated. All systemically significant financial institutions, regardless of type, must be subject to an appropriate degree of prudential oversight.*”

Já a *Core Recommendation II* destaca que “*the quality and effectiveness of prudential regulation and supervision must be improved. This will require better-resourced prudential regulators and central banks operating within structures that afford much higher levels of national and international policy coordination*”.

A *Recommendation II*, especificamente, sustenta que os países “*should reevaluate their regulatory structures with a view to eliminating unnecessary overlaps and gaps in coverage and complexity, removing the potential for regulatory arbitrage, and improving regulatory coordination*”.

No Brasil, o tema da unificação ou integração entre reguladores, e da eliminação da arbitragem regulatória, deu passos importantes, mas há sinais recentes de retrocesso muito evidentes.

Com o advento da Lei 10.303/01 o Brasil adotou o chamado conceito aberto de valor mobiliário, previsto no inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76, que exige apenas a existência de oferta ao público para que a promessa de rentabilidade ou de parceria seja submetida à supervisão da CVM. As exclusões expressas da Lei constam do §1º do art. 2º, e ficam por conta dos títulos da dívida pública e dos “*títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira*”, significando os títulos de responsabilidade dos bancos e demais instituições supervisionadas pelo Banco Central. Também os produtos securitários e de previdência estão excluídos da supervisão da CVM.

Ocorre que as normas de exclusão não fazem mais sentido, porque o limite entre os produtos e serviços é cada vez mais tênue. O risco de arbitragem regulatória é prejudicial ao investidor, ela ocorre frequentemente. Tratamento tributário distinto entre modalidades de investimento substancialmente semelhantes,

⁵² A íntegra do relatório se encontra disponível em <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>

também contribuem para que as ofertas de produtos e as opções de investimento sejam feitas por razões secundárias, e não pela principal motivação dos investidores.

Os reguladores brasileiros, entretanto, deram-se conta da situação, e houve progressos no caminho de uma supervisão consolidada. O primeiro passo nesse sentido foi, indiscutivelmente, o Convênio celebrado entre a CVM e o Banco Central, em 05 de julho de 2002, visando à troca de informações e à manifestação prévia de ambos os reguladores quanto às normas e ações planejadas pelo outro, em matérias que pudessem repercutir na suas áreas de atuação.⁵³

Um passo seguinte, e potencialmente muito relevante, foi dado com a criação do Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização – Coremec, pelo Decreto Presidencial 5.685, de 25 de janeiro de 2006, reunindo os Presidentes de Banco Central e CVM, e os titulares da Superintendência de Seguros Privados - Susep e da Secretaria de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social.⁵⁴

Além disso, o Conselho Monetário Nacional aprovou em dezembro de 2006 a Resolução 3.247, que estabeleceu como política da fiscalização dos mercados de valores mobiliários no Brasil a supervisão baseada em risco.⁵⁵

Contudo, a mera institucionalização dessas estruturas não é suficiente para que elas produzam seus efeitos. É preciso que sua atuação se materialize, o que depende do compromisso dos dirigentes máximos dos órgãos reguladores com a necessidade de integração.

Um exemplo de retrocesso recente, nesse campo, foi a criação das Letras de Arrendamento Mercantil, pela Medida Provisória 448, de outubro de 2008 (convertida na Lei 11.882/2008), com expressa exclusão do regime da Lei 6.385/76, incentivando a arbitragem regulatória.

Pior do que a exclusão foi a justificativa da exposição de motivos:

⁵³ Íntegra disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/convenio.asp>

⁵⁴ Íntegra disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Decreto/D5685.htm

⁵⁵ Íntegra disponível em

<https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=106407479&method=detalharNormativo>

“O emprego de tais instrumentos, contudo, não atende bem às necessidades do segmento. Como é sabido, a emissão de valores mobiliários pelas sociedades anônimas está sujeita às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e às exigências por ela estabelecidas. Isso faz com que oportunidades de negócios, que no mercado muitas vezes duram apenas poucos dias, sejam facilmente perdidas, caso a emissora não tenha ainda emitido os papéis ou, no mínimo, não disponha de autorização da CVM para a emissão.”

Em outras palavras a exposição de motivos justificou a criação do título sem registro na CVM porque tal registro é custoso para o emissor. O que significa claramente uma percepção desastrosa, e contra todo o movimento atual no mundo, de que a regulação deve ser afastada por essa razão, no interesse do agente privado, e em detrimento da informação pelo investidor.

A CVM não tem, reconheça-se, experiência em regulação prudencial. E o que é mais importante, é duvidoso que tenha a vocação para exercê-la. As poucas normas editadas pela CVM ditas de caráter prudencial são, na verdade, normas de conduta, como as que limitam o acesso a produtos mais arriscados a investidores com maiores volumes de recursos, os quais se presume tenham mais capacidade de compreender os riscos a que estão expostos.

Mas isso não justifica, evidentemente, a afirmação da crença equivocada de que a única regulação importante é a prudencial, e que ela basta. Essa crença, além de equivocada, é perigosa, porque faz presumir que a existência do regulador prudencial é capaz de afastar todos os riscos.

Reguladores prudenciais em geral, e bancos centrais em particular, tendem a crer nessa onipotência regulatória. Trata-se, contudo, de um erro. E é por isso que um sistema com dois reguladores centrais, um prudencial e um de condutas, permite que as forças contraditórias e conflituosas trabalhem em conjunto, de maneira a alcançar o fim desejado no interesse público.

Sem a informação adequada do investidor, e sem a eliminação da arbitragem regulatória, transmite-se ao investidor a equivocada percepção da inexistência de risco, e com isso, na verdade, todo o risco do investimento passa ao regulador. Isso porque, nos momentos de crise aguda, como o atual, o regulador (e o estado)

serão pressionados a compor os prejuízos, pela falha na promessa de assegurar a solidez do sistema.

A reforma a ser procedida na regulação do mercado de capitais não pode abrir mão de alertar e educar os investidores para a existência de riscos. E afastar a obrigação de registro (e divulgação de informações) de um título privado, apenas porque o emissor é supervisionado pelo Banco Central, como se fez nas Letras de Arrendamento Mercantil, constitui um equívoco palmar nessa linha de pensamento.

Deve-se, em verdade, caminhar para um regime de unificação das condutas de venda, e dos procedimentos de verificação de adequação do produto ao cliente (*suitability*), em todos os produtos de investimento, sejam bancários, de previdência ou fundos de investimento.

Apenas para que se dê um exemplo da necessidade dessa unificação, basta mencionar que hoje, no Brasil, é possível a investidor não qualificado investir em um Certificado de Depósito Bancário que produz o efeito financeiro de um derivativo (os chamados CDBs *swapados*) sem nenhum custo informacional para o emissor, enquanto a emissão e a negociação de derivativos em mercados organizados demandam grande esforço e custo informacional.

A regulação prudencial e a regulação de condutas são ambas fundamentais. Apostar apenas em uma constitui o maior descaminho a que se pode conduzir a reforma da estrutura de mercado de capitais.

Não por outra razão, as propostas do G30 incluem a *Core Recommendation IV*, segundo a qual “*financial markets and products must be made more transparent, with better aligned risk and prudential incentives. The infrastructure supporting such markets must be made much more robust and resistant to potential failures of even large financial institutions*”.

E indo mais longe, a *Recommendation XIII* completa: “*Extensive innovation in the capital markets and the rapid growth of securitization make it imperative that securitized and other structured product and derivatives markets be held to regulatory, disclosure, and transparency standards at least comparable to those that have historically been applied to the public securities*”

Ocorre que a mudança da lei e da cultura dos reguladores do mercado de capitais enfrentará, no Brasil, muitas dificuldades. E foi assim, diga-se a bem da verdade, em todos os lugares do mundo em que essa mudança se operou.

V.1.2 – A auto-regulação unificada

Nesse ponto, portanto, parece-nos que a auto-regulação tem um papel fundamental a cumprir. Não quanto à auto-regulação prudencial, que como se viu é de difícil implantação. Mas unificar a auto-regulação de condutas, como no caso da *suitability* para os produtos financeiros no Brasil, só depende da vontade dos auto-reguladores e entidades de classe, e da percepção da relevância do tema.

A concentração de mercado no Brasil, com quase 80% dos recursos investidos em fundo de investimento destinados a investidores de varejo sendo administrados por não mais do que dez instituições financeiras, que também estão entre os maiores bancos, seguradoras e empresas de previdência atuando no país,⁵⁶ permite que essas mesmas instituições adotem, na auto-regulação, em prol dos investidores, padrões similares de informação, independentemente do produto a ser objeto do investimento.

Essa eliminação da arbitragem regulatória pode ser perfeitamente alcançada pela auto-regulação, e constituiria substancial contribuição dos agentes de mercado brasileiro em prol da modernização de nosso sistema, e da educação dos investidores.

Nossa conclusão nesse ponto é, portanto, a de que embora a auto-regulação prudencial tenha pouco espaço para crescimento, a auto-regulação de condutas tem grande potencial para contribuir, no Brasil, com a modernização do sistema regulatório, e com a preparação para um cenário de unificação e integração de reguladores que virá, mais cedo ou mais tarde.

⁵⁶ 2º Panorama da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento, de abril de 2007 (relativo ao comportamento da indústria durante o ano de 2006), disponível em www.cvm.gov.br: “*Os números relativos ao volume de recursos administrados, número de cotistas e número de fundos demonstram que não houve alterações relevantes no nível de concentração da indústria, que permanece muito restrita a um grupo pequeno de administradores. Os dez maiores administradores em número de fundos detinham sob sua administração, em 31.12.2005, 62% do total do número de fundos. Em 31.12.2006, este percentual alcançou 64%. Já os dez maiores administradores sob o critério de patrimônio líquido reuniam, tanto em 2005 como em 2006, 76% da indústria. Finalmente, considerando o número de cotistas, os dez maiores administradores respondiam, em 31.12.2005, por 91% da indústria, percentual que passou a 92% em 31.12.2006.*” (grifou-se)

V.II – Os derivativos de balcão

Um campo em que a auto-regulação pode atuar fortemente, como inclusive deu mostras a iniciativa da CME nos Estados Unidos com relação ao CDS e antes a outros derivativos de balcão, é a criação, pelas bolsas e entidades de mercado de balcão locais, de mecanismos de negociação, precificação e liquidação de derivativos de balcão que contribuam mais ativamente para adequada formação de preços desses ativos no Brasil.

Por aqui, ao contrário do que ocorre em vários países, a regulação já determina, quanto aos fundos de investimentos, que *“somente poderão compor a carteira do fundo ativos financeiros admitidos a negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência”* (§3º do art. 2º da Instrução CVM 409), assegurando dessa forma um nível adequado de transparência quanto aos ativos e contribuindo com a adequada formação de preços de tais ativos, mesmo quando se trate de derivativos de balcão.

Relativamente às instituições financeiras, o art. 1º da Resolução 3.505, de 26 de outubro de 2007, exige que as operações com derivativos sejam *“passíveis de registro em mercados de balcão organizado ou em sistema administrado por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, e por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos”*.

A Resolução 3.456, de 2007, impôs às entidades fechadas de previdência complementar um regime ainda mais rigoroso, permitindo a aplicação em derivativos apenas quando negociados em bolsas, nos termos de seu art. 39: *“É facultada às entidades fechadas de previdência complementar, com os recursos garantidores de cada plano de benefícios que administram, a realização de operações com derivativos em bolsas de valores ou em bolsas de mercadorias e de futuros, exclusivamente na modalidade ‘com garantia’”*. E a Resolução 3.308, de 2005, dirigida às sociedades seguradoras, de capitalização e entidades abertas de previdência complementar, sequer permite a aplicação em derivativos.

Contudo, a falta de liquidez e a complexidade da estruturação de tais ativos por vezes dificultam a sua precificação. As bolsas e entidades do mercado

organizado têm, portanto, uma grande oportunidade para atuar, com sua *expertise* e meios tecnológicos quase sempre superiores àqueles disponíveis ao regulador estatal.

Este é, portanto, um campo de atuação profícuo para a auto-regulação, portanto.

V.III. Fundos de investimento com restrições ao resgate

A auto-regulação também teria um papel importante a desempenhar no tratamento das questões relacionadas aos fundos de investimento abertos, no que se refere às condições de resgate.

A indústria brasileira de fundos de investimento sofre intensa competição dos depósitos bancários a prazo, notadamente CDBs, e a cultura do investidor brasileiro em ambas as modalidades de investimento inclui, indubitavelmente, a possibilidade de sacar os recursos antecipadamente (ainda que com perda de rentabilidade), ou ao menos de poder sacá-los em prazo muito curtos, normalmente de um mês.

Essa possibilidade de liquidez imediata parte do pressuposto de que os ativos do fundo de investimento são líquidos, e de que será possível aliená-los para atender aos resgates. E essa liquidez, mesmo em títulos públicos, mas com ainda maior ênfase em títulos privados, tende a ser muito afetada em momentos de crise, potencialmente causando situações de impossibilidade do gestor de atender aos saques, ou de perdas mais expressivas do que seria razoável aceitar, dada a necessidade de alienar os ativos a qualquer preço.

Uma solução disponível para os gestores diz respeito ao estabelecimento, no regulamento do fundo de investimento, de cláusulas de carência de resgate (art. 15, inc. IV, da Instrução 409). Como se sabe, embora formalmente abertos, fundos com carência de resgate encontram-se, por vezes, a meio caminho dos fundos fechados, já que o resgate de suas cotas pode estar sujeito a restrições temporais e financeiras das mais variadas espécies.⁵⁷

⁵⁷ No Brasil, as restrições mais comuns são o estabelecimento de janelas para solicitação de resgate, a instituição de prazos de carência para pagamento do resgate, ou a imposição de taxas de saída. Existem, entretanto, inúmeras outras restrições, como é o caso da criação de “*gates*”, “*sidepockets*” e “*hard*” e “*soft lock-ups*”.

As motivações dos administradores de fundos para a imposição de tais restrições ao resgate são as mais diversas, mas, sem dúvida, trata-se de um mecanismo que cresce de importância em que restrições de liquidez se combinam com a aceleração de pedidos de resgate dos cotistas. Em tais casos, medidas de gerenciamento de liquidez transformam-se em uma ferramenta importante para equilibrar os interesses dos investidores que solicitam resgate de suas aplicações com os dos que permanecem nos fundos.

No entanto, a competição com os depósitos bancários com liquidez muito curta e mesmo a competição entre os agentes de mercado terminam dificultando o estabelecimento de um cardápio mas amplo de produtos, que permita aos gestores se utilizar mais frequentemente de cláusulas de restrição à liquidez.

Parece-nos, por isso, que mais uma vez nesse campo a auto-regulação poderia, a um só tempo, unificar minimamente os procedimentos da indústria quanto às numerosas questões teóricas e práticas envolvidas na questão da restrição à liquidez, e reduzir a arbitragem regulatória entre os produtos bancários e os de investimento.

Nesse segundo particular, uma atuação significativa da auto-regulação contribuiria, adicionalmente, para a regulação prudencial do próprio Banco Central e, se for o caso, de um regulador prudencial unificado, pois permitiria um melhor casamento entre os prazos de captação e a liquidez dos ativos bancários com suas operações passivas.

Especificamente quanto aos fundos de investimento, mas idealmente também com aplicação aos demais investimentos, a auto-regulação poderia ir além da obrigatoriedade da disposição detalhada em regulamento e prospecto (já obrigatória pela própria regulação), dispendo sobre as regras e princípios mínimos a serem atendidos pelos administradores dos fundos abertos quanto à natureza dos ativos que seriam compatíveis com a possibilidade de utilização de cláusulas restritivas de liquidação de resgate e quanto ao estabelecimento de orientações gerais que ressaltassem a excepcionalidade de tais previsões, evitando que sejam usadas de maneira excessiva, como substitutivo ao dever do administrador de compor a carteira dos fundos com ativos de liquidez compatível com as características do fundo e de seus cotistas.

V.IV – A relevância da questão ética

A questão ética tende a ser menosprezada quando se trata de crises. A reação primeira e natural, nos momentos de perdas e fracassos dos mercados ou instituições, é a do ceticismo em relação à capacidade do ser humano de fazer a coisa certa, quando colocado diante de qualquer decisão que envolva diretamente o seu próprio interesse.

Por isso a reação normal é o pedido por mais leis e normas, que sejam magicamente capazes de resolver os problemas. Em uma espécie de reconhecimento da fraqueza moral inerente à natureza humana, busca-se refúgio nas regras legais, cuja vantagem em relação aos padrões éticos estaria na possibilidade de cumprimento forçado.

Pelas razões já expostas, nossa percepção é a de que não se pode abandonar a questão ética, quando se trata de reerguer instituições. Na verdade a base das relações humanas estáveis repousa muito mais na ética do que no comando e na sanção.

Diversas das propostas que estão sendo editadas, neste momento, pretendem lidar com os aspectos de conflito de interesses mediante a criação de limites à remuneração dos profissionais, à fonte dos pagamentos e ao alinhamento dos interesses econômicos.⁵⁸ E é importante que assim seja.

Nesse campo, contudo, a atuação da auto-regulação também pode ser mais efetiva. E as normas de conduta podem ser mais amplas, permitindo inclusive

⁵⁸ Quanto aos conflitos de interesse, veja-se, por exemplo, a Recommendation I (“*Prudential Regulation and Supervision of Financial Institutions*”), do G30: “*b. Large, systemically important banking institutions should be restricted in undertaking proprietary activities that present particularly high risks and serious conflicts of interest. Sponsorship and management of commingled private pools of capital (that is, hedge and private equity funds in which the banking institutions own capital is commingled with client funds) should ordinarily be prohibited and large proprietary trading should be limited by strict capital and liquidity requirements. Participation in packaging and sale of collective debt instruments should require the retention of a meaningful part of the credit risk*”. No que diz respeito à remuneração, leia-se o discurso de Hector Sants, Chief Executive, FSA, de 11 de março de 2009: “*Finally, can I address the issue of ensuring remuneration policies are consistent with effective risk management. The FSA has set out a framework, subject to formal consultation, to ensure firms have policies in place which are consistent with sound risk management and which do not expose them to excessive risk. We will rigorously pursue this agenda but to be truly effective in bringing about change, this must be in partnership with you; particularly as unlike ourselves you should be focused on the quantum of remuneration as well as the structure. Historically, your influence has only been wielded at board level; it must now extend to the organisation as a whole.*” In “The crisis: the role of investors” (disponível em http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/Speeches/2009/0311_hs.shtml):

que o escrutínio de mecanismos que se afastem do padrão de mercado possa ser feito pela entidade auto-reguladora.

A auto-regulação pode servir à própria renovação da percepção ética dos agentes de mercado, que não pode ser abandonada. A expectativa de que o estado será capaz de vigiar e punir todas as transgressões é falsa, jamais será cumprida. Tampouco as punições, embora fundamentais, são suficientes, por si só, para a manutenção de um mercado saudável. Somente a conjugação de padrões éticos elevados com uma supervisão atenta de auto-reguladores e reguladores será capaz de reduzir os casos de má atuação e de fraude.

Como disse Warren Buffet em setembro de 2006 aos executivos da *Berkshire Hathaway*, a respeito do escândalo das opções pré-datadas nos Estados Unidos, as cinco palavras mais perigosas do mundo dos negócios são “*todo mundo está fazendo isso*”.⁵⁹

Em um setor onde está em jogo a poupança pública, a confiança do público deve ser preservada a todo custo, porque se perde muito facilmente, e se recupera com enorme dificuldade. E a existência de mecanismos atuantes de auto-regulação, sob intensa e atenta supervisão estatal, parece-nos ainda um dos mecanismos mais adequados para o constante fomento dos padrões éticos necessários à manutenção da reputação do mercado.

⁵⁹ No original, “*The five most dangerous words in business may be, 'Everybody else is doing it.'*”