

Bras. 49001:9

Otavio Yazbek

REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

2ª Edição Ampliada

Data de fechamento: 1º de dezembro de 2008.



ELSEVIER


CAMPUS
JURÍDICO



Preencha a **ficha de cadastro** no final deste livro e receba gratuitamente informações sobre os lançamentos e as promoções da Editora Campus/Elsevier.

Consulte também nosso catálogo completo e últimos lançamentos em www.campus.com.br

Nas origens da Sumoc encontra-se a figura de Octávio Gouvêa de Bulhões, idealizador do modelo implantado, ainda que este, ao final, não tenha correspondido plenamente às suas expectativas, permanecendo ainda emaranhado no cipoal burocrático então existente (Novelli, 2001, p. 58 e ss.). Bulhões, que foi um dos membros mais destacados de uma linha "liberalizante" nos quadros do desenvolvimentismo brasileiro,⁹ defendendo o equilíbrio monetário e a criação de estruturas de mercado, lutou durante longo período pela criação de um banco central técnico, desvinculado de conflitos políticos e de outros interesses.¹⁰ Apesar disso, a Sumoc esteve, durante toda a sua existência, submetida às pressões do Banco do Brasil, entidade em que os conflitos de interesses típicos do período chegavam ao paroxismo.

Essa situação apenas começou a mudar a partir de um ato decisório (naquele sentido atribuído ao termo por Elster) – a criação do BCB, em 1964, após longas polêmicas e debates e com uma cerrada oposição do Banco do Brasil, que dispunha de um forte *lobby* a seu favor (Dulles, 1983, p. 114).

5.2. Padrões de evolução a partir de 1964

5.2.1. Linhas gerais do novo modelo

Com o golpe de 1964, é alterado, em sua essência, o tratamento dado ao mercado financeiro nacional. O grupo que naquele momento ascendia ao poder recorreu a economistas da linha liberal-desenvolvimentista acima referida, cujo principal inspirador era o professor Eugênio Gudín (ainda que ele mesmo não fosse propriamente um desenvolvimentista) e que tinha dois de seus principais expoentes em Octávio Gouvêa de Bulhões e em Roberto Campos, diplomata e ex-presidente do BNDE.

De acordo com o modelo preconizado por esses economistas, contraposto ao ideário estruturalista até então dominante, iniciou-se à época um processo de estímulo ao que a literatura especializada chama de "*financial deepening*", com uma ampla reforma das estruturas financeiras do país.¹¹ Retomando esta catego-

⁹ Até porque, como demonstra Bielschowsky (1988), este sempre apresentou diversas facetas.

¹⁰ No que por vezes discrepava, inclusive, das posições de alguns de seus pares e aliados mais próximos, como Eugênio Gudín, defensor de uma postura mais conservadora e da desnecessidade de criação de um órgão daquela natureza para um país como o Brasil (Bielschowsky, 1988, p. 63). Para uma breve caracterização da atuação de Bulhões e dos debates que levaram à criação do BCB, cf. Armijo (1993, p. 263) e Maxfield (1998, p. 127).

¹¹ E vale destacar que, na época, as medidas para tal eram mais abrangentes do que aquelas que aqui se descreverá. Para uma descrição da "imaginação institucional" que marcou o período, cf. Simonsen (1976), abrangendo não apenas a criação de reguladores e a especialização de mercados, temas que são objeto da presente exposição, mas também as medidas tributárias e antiinflacionárias que então se adotaram, e que



ria, Andrezo e Lima (2002, p. 13) esclarecem que o desenvolvimento financeiro pode apresentar duas dimensões, uma "vertical", dita de "aprofundamento" (o *financial deepening*) e a outra "horizontal", de "alargamento" (o *financial broadening*). De um modo geral, o "aprofundamento" diz respeito a um aumento no número dos ativos financeiros (empréstimos, relações de crédito ou de participação por meio de instrumentos financeiros etc.) proporcionalmente às atividades econômicas globais (o que já se referiu como "financeirização"), enquanto o "alargamento" está relacionado ao aumento do número de instituições operando e das modalidades operacionais ofertadas à negociação.¹² As políticas àquela época implantadas eram, antes (ainda que não exclusivamente), de *financial deepening*, na medida em que se procurava criar, no quadro de relações econômicas então existentes, uma dimensão financeira.

Iniciando-se pelas medidas de controle da inflação e por outras que, como estas, serviriam de suporte para o modelo que se pretendia implementar (e aí se deve considerar, da mesma forma, a criação de incentivos fiscais), aquelas políticas visavam criar estímulos à formação de poupança e à sua canalização para as atividades produtivas, via um número cada vez mais diversificado de instrumentos de mercado.¹³ Também se pode reconhecer, no novo regime, medidas que levam àquele alargamento (*financial broadening*), havendo-se procurado implantar um regime de especialização em que cada tipo de intermediário se encarregaria do atendimento a necessidades específicas, de onde nasceram novas categorias de intermediários, com a conseqüente distribuição de funções.¹⁴

Por este modelo procurava-se atender a algumas necessidades concretas de uma economia que demandava novos instrumentos de financiamento, estando até então atrelada, no mais das vezes e por força do pouco refinamento

se encontram no bojo do programa de estímulos ao desenvolvimento financeiro no país. Para uma descrição mais esquemática de tais medidas, cf. Andrezo e Lima (2002, p. 33 e ss.). No que tange aos estímulos à concentração empresarial, ao menos a partir da adoção de instrumentos jurídicos hábeis para tal, cf. Yazbek (2000a). Para uma breve descrição das estruturas criadas, cf. Yazbek (1998, p. 56).

¹² Uma consideração mais atual da relação de causalidade entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico é feita por Matos (2002), que, considerando o caráter eminentemente financeiro do processo de globalização, assim como lições provenientes das crises sofridas por sistemas financeiros locais, conclui pela existência daquela relação, destacando a importância do desenvolvimento financeiro.

¹³ Para uma análise detalhada dos efeitos imediatos do processo de *financial deepening* então vivido, cf. Contador (1977).

¹⁴ Vale lembrar que, ao lado dessas medidas, seriam tomadas outras que, ao caso, levaram a uma aceleração dos processos de concentração, com a redução do número de instituições bancárias, até porque a nascente regulação financeira, com a criação de novas regras, de requisitos de especialização (segmentação de mercados) e de restrições quanto à detenção do controle tende a ter efeitos concentracionistas – o que evidentemente ocorreu no caso brasileiro, como aponta Paulin (2002, p. 86).

do mercado (ao qual se aplicava ainda a lei da usura) e das altas taxas de inflação, ao financiamento bancário de curto prazo. Uma evidente comprovação desta situação reside no desenvolvimento, em fins da década de 1950, das sociedades de crédito, financiamento e investimento (as "financeiras") que, destinadas a prover crédito individual para o nascente mercado consumidor, operavam de forma a fugir às restrições legais vigentes para a cobrança de taxas de juros, surgindo como uma válvula de escape (Simonsen, 1976, p. 125) e permitindo um financiamento que, pelo seu perfil, diferencia-se daquele provido pelos bancos comerciais.

Foi ante este quadro que se promulgou, em 31/12/1964, a Lei nº 4.595/1964, pondo fim a inumeráveis debates no Congresso Nacional e estabelecendo aquela estrutura já descrita,¹⁵ com a criação do CMN e do BCB (este originado da Sumoc). Havia agora base legal para o processo de desenvolvimento financeiro que se pretendia implantar, mesmo que o novo modelo ainda não se caracterizasse pela independência almejada por Bulhões – a demissibilidade *ad nutum* dos diretores do BCB, por exemplo, era o que, àquela época de regime ditatorial e de vinculação do órgão às políticas desenvolvimentistas, se poderia obter. Da mesma forma, a pretendida independência dos novos órgãos era limitada pela composição que se deu ao CMN, integrado pelo ministro da Fazenda, pelos presidentes do Banco do Brasil e do BNDE e por seis outros membros especialmente nomeados pelo Presidente da República. Com o passar do tempo, essa composição foi por diversas vezes alterada, de acordo com as concepções a cada momento vigentes¹⁶. Apesar disso, durante o período em que, sob o Governo Castello Branco, Bulhões esteve à frente do Ministério da Fazenda, prevaleceu uma estabilidade de fato, quebrada apenas no Governo Costa e Silva.¹⁷

A tarefa de construção daquelas instituições de mercado não se encerrava, porém, na reorganização do sistema bancário e na criação de seus órgãos de gestão. Com efeito, o desenvolvimento de estruturas de financiamento para as atividades empresariais demandava mais, até porque os bancos apenas são capazes de prover determinadas modalidades de crédito. Cumpria, assim, estimular os investimentos de mais longo prazo, com o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Foi o que se procurou fazer com a promulgação da Lei nº 4.728, em

¹⁵ Para detalhes sobre a tramitação da Lei nº 4.595/1964, cf. Dulles (1983, p. 114 e ss.). Sobre o papel do setor financeiro nas discussões que antecederam a Lei e suas reações ao diploma, cf. Minella (1988).

¹⁶ Para as composições diversas, desde o governo Castello Branco, cf. Fortuna (2002, p. 17).

¹⁷ Como descrevem Novelly (2001, p. 133) e Assis (1983, p. 26). É interessante apontar que a independência, ao menos dos membros do CMN, causava, naquele período de autoritarismo político, desconforto mesmo a alguns representantes de classe dos banqueiros, como relata Minella (1988, p. 118).



14/7/1965, nascida de um anteprojeto de autoria do advogado José Luiz Bulhões Pedreira¹⁸ – para usar uma terminologia referida na seção 3.1, se pretendia migrar, no país, de um modelo *bank-oriented* para um modelo *market-oriented*.

Chamado informalmente de "lei de modernização do mercado de capitais", o novo diploma transformou aquelas atividades que, como já se viu, integravam de forma indireta o aparelho estatal, com natureza jurídica indefinida, em verdadeiramente empresariais.¹⁹ Por este motivo, o regime então criado recebeu grandes objeções em um primeiro momento, apenas se firmando quando do *boom* do mercado acionário, iniciado em fins da década de 1960. Outrossim, com aquela lei, foram criadas as bases necessárias para as atividades profissionais de intermediação, assim como para a regulação do mercado de capitais, então ainda a cargo do BCB. Foi o nascimento, formal, do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Os esforços do governo para o estímulo do mercado de capitais foram além, com a criação de incentivos fiscais à abertura do capital das empresas e o início do processo de elaboração de um novo regime para a macroempresa nacional, ou seja, para as sociedades por ações que optassem por captar recursos pertencentes ao grande público, abrindo seu capital.²⁰ A tramitação do projeto de lei destinada a tratar da matéria, porém, foi problemática, sendo marcada por diversos debates, que se estenderam até a promulgação do novo diploma (a Lei nº 6.404), em 15/12/1976, e que tiveram continuidade, ainda, por muito tempo (inclusive sob a forma de *lobbies* perante o novo regulador do mercado).²¹ Fruto daquelas polêmicas, a lei acionária não apenas apresentou diversas soluções "de compromisso", como também incorporou outras demandas, que lhe alteraram as feições originariamente planejadas.

¹⁸ Para a gênese do diploma, assim como para as discussões a ele concernentes, cf. Lamy Filho e Bulhões Pedreira (1997, p. 123).

¹⁹ Para uma descrição da forma de implementação das adaptações requeridas e dos programas de modernização adotados, em especial, pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, cf. Banco Interamericano de Desenvolvimento (1971, p. 139 e ss.).

²⁰ Para algumas das sugestões de reforma do regime acionário então vigente, ainda limitadas mas já tendo em vista a obsolescência das regras em vigor e a necessidade de estímulo ao mercado de capitais, cf. Banco Interamericano de Desenvolvimento (1971, p. 191 e ss.).

²¹ Muitas daquelas polêmicas diziam respeito ao grau de "democratização" das sociedades e, especialmente, aos conflitos inerentes à distribuição de poder nas companhias abertas. Até porque muitas das aberturas de capital recentes decorriam dos estímulos fiscais criados para tal ou da alegada facilidade de obtenção de financiamento. A nova estrutura de capital das empresas não tendia, assim, a mudar a mentalidade do empresariado ou as práticas administrativas tradicionalmente adotadas no país. Para uma descrição mais detalhada dos debates que acompanharam a promulgação da nova legislação acionária, cf. Lamy Filho e Pedreira (1997, p. 128 e ss.) e Costa (1980, p. 14). Para a crítica aos resultados, que teriam acabado por refletir a "involução do sistema político" então vigente, cf. Carvalhosa (1997, p. XLVII).

Assim, o que deveria inicialmente ser um diploma próprio para as companhias abertas acabou se transformando em uma norma aplicável a todas as companhias – abertas, fechadas e mesmo as chamadas "companhias fechadas de pequeno porte" (referidas no art. 294, às quais não se aplicam algumas regras mais restritivas, vigentes para as outras modalidades). Caracterizadas no art. 4º da lei (na redação original, hoje alterada, "... a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão"), as companhias abertas dispõem, no correr de todo o diploma, de regras específicas, tendo em vista a sua natureza. Dentre outras proteções mais concretas outorgadas ao acionariado, é nas companhias abertas que vigoram os princípios gerais, já referidos, do *full disclosure* e da vedação ao *insider trading*.²²

A promulgação da legislação acionária tornou-se imperativa, porém, não apenas por integrar o projeto de desenvolvimento nacional então em vigor, mas também por necessidade de regular um mercado para o qual não havia, até então, nenhuma regra de maior consistência e que começava a apresentar problemas. Com efeito, desde 1968, o mercado de capitais nacional passou por um momento de euforia, que persistiu até o início da década seguinte, com o aumento dos volumes negociados nas bolsas de valores e a inversão de quantidade significativa de recursos. Com o encerramento deste ciclo, fugaz até por lhe faltar uma infra-estrutura adequada, começou a se fazer presente aquela proverbial desconfiança generalizada, tornando-se mais premente a promulgação da nova legislação (Andrezo e Lima, 2002, p. 350). Com isso, não apenas ocorreram pressões governamentais para a aprovação da Lei nº 6.404/1976, como também se elaborou um outro diploma, destinado a complementar o regime então criado.

Assim, em 7/12/1976, pouco antes da promulgação da nova lei acionária, foi publicada a Lei nº 6.385, que alterou disposições da Lei nº 4.728/1965 e criou um regulador especializado para o mercado de valores mobiliários (até então sob a competência geral do BCB) – a CVM – tratando ainda das suas atividades. O campo de atuação desta nova autarquia, como se viu, era delimitado pela definição de valor mobiliário, constante do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, que àquela época englobava "as ações, partes beneficiárias, e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição" (inciso I), "os certificados de depósitos de valores mobiliários" (inciso II) e "outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional" (inciso III). A relação foi aos poucos alargada, por ato do CMN ou por força de

²² Para a análise de alguns dos dispositivos vigentes para as companhias abertas, assim como para a referência a alguns dos debates em torno de tais dispositivos, cf. Yazbek (2007).

lei (sempre que, por qualquer motivo, não se tratava de um daqueles títulos que o CMN poderia pura e simplesmente declarar como valores mobiliários), abrangendo novos títulos.

Neste ínterim, foi regulamentado o setor securitário, expressamente caracterizado como integrante do sistema financeiro, dado, especialmente, o caráter de investidores institucionais "por natureza" das sociedades seguradoras (Leopoldi, 2001, p. 209). A criação do arcabouço legal aplicável ao setor culminou com a promulgação do Decreto-Lei nº 73/1966, que organizou o Sistema Nacional de Seguros Privados, composto pelo Conselho Nacional de Seguros Privados e pela Superintendência de Seguros Privados, ao lado do Instituto de Resseguros do Brasil. Como não poderia deixar de ser, o novo modelo, que atualizou as regras e estruturas adotadas no modelo original, criado no Estado Novo, havendo encontrado objeções no mercado, foi também objeto de imposição governamental.

A consideração das reformas anteriormente descritas leva a uma inarredável conclusão quanto às finalidades da regulação financeira naqueles primórdios. Integradas que estavam a um modelo de desenvolvimento nacional, as estruturas regulatórias não se voltavam tanto para as finalidades tipicamente "corretivas" da regulação (ou seja, a regulação como afronta a falhas de mercado), mas muito mais para a criação de um verdadeiro mercado no país, procurando conformar as estruturas que dele fariam parte. A nova legislação dava especial destaque às atividades de estímulo e de promoção do mercado nacional, que também incumbiam aos reguladores, o que fica evidente em diversos dispositivos dos diplomas promulgados no período.²³

Neste sentido, ao tratar da Lei nº 4.728/1965, Sá (1973, p. 14) destaca que as leis norte-americanas

foram feitas para pôr fim às práticas desonestas no mercado já desenvolvido. A Lei brasileira foi criada para gerar um mercado de capitais onde ele ainda não se desenvolvera. A oportunidade no Brasil para evitar práticas insidiosas e pôr fim à especulação e desonestidade ocorreu 70 anos antes quando do 'encilhamento', a crise brasileira da bolha. Nesta ocasião, a especulação foi a grande característica do mercado brasileiro. Jogo com ações e, depois disto, uma queda violenta. Estes eventos foram responsáveis pela falta de confiança dos brasileiros no mercado de ações. Assim, um dos papéis mais importantes de uma lei de mercado de capitais – promover a confiança do investidor através de proteção do investidor – veio tarde demais.

²³ Valendo destacar que Leães (1982, p. 20) ainda visualiza, nessa forma de regulação, conteúdo corretivo.

Vista da atualidade, a interpretação mostra-se singela ante a complexidade dos motivos que, ainda na primeira metade da década de 1970, começaram a inviabilizar o projeto criado para o mercado acionário brasileiro. Não obstante, ela deixa claras as intenções do legislador – as novas leis procuravam criar algo que ainda não se conseguira, no Brasil, implantar e, assim, elas mais procuravam dar suportes do que propriamente estabelecer restrições.

Esse tipo de esforço pautou a atuação dos reguladores durante largo período, sendo diversas as críticas efetuadas à excessiva tolerância em relação a práticas irregulares e ao uso inadequado de recursos públicos (como, aliás, já se viu quando das referências ao uso da reserva monetária). Da mesma forma, por mais de uma vez na história recente do país, o estímulo às "forças de mercado", ainda que à custa das garantias originariamente outorgadas ao acionariado, manifestou-se. Um exemplo recente reside na Lei nº 9.457/1997, que retirou diversos direitos dos acionistas minoritários visando facilitar os processos de privatização, procedimento que resultou em falta de confiança e em vigorosas pressões para que os dispositivos retirados voltassem à lei acionária. Tal retorno ocorreu parcialmente, com o acréscimo, ainda, de novas regras protetivas, quando da promulgação da Lei nº 10.303/2001, como se verá.

Essa "instrumentalização" das regras garantidoras da estrutura de mercado e dos direitos dos que nele operam, para fins diversos (nem sempre confessáveis), foi uma constante durante um bom período da história recente do país, havendo outros exemplos possíveis. Esses casos são sintomas, ao que parece, daquele tipo de postura perante a regulação e, mais do que isso, das distorções que, como se verá, foram regra durante boa parte do período militar.²⁴

5.2.2. A burocratização e seus efeitos no campo jurídico

A criação de estruturas burocráticas de regulação financeira a partir de 1964 apresenta também outros efeitos. Como se referiu, o conjunto de medidas implementadas para estimular o desenvolvimento financeiro visava, ao menos em teoria, romper com o legado existente, criando-se, a partir dali, novas instituições. Há que se apontar alguns efeitos paralelos deste processo, especialmente sobre a organização político-administrativa do Estado brasileiro e sobre a conformação do campo jurídico.

Em linhas gerais, como destacam Lafer (1978, p. 89 e ss.) e Sola (1998, p. 406), o advento de novas instâncias decisórias, de cunho burocrático, induziu o que esta última autora chama de um "efeito-desalojamento poderoso no sis-

²⁴ Para uma discussão de tais dispositivos, apontando a sua falta de conformidade com o espírito que se pretendia impor à legislação acionária e os efeitos negativos do casuismo daquelas alterações para o mercado, cf. Yazbek (2000b, p. 101 e ss.).



tema de instituições estratégicas para a formação da política econômica". Com isso se transfere, para uma nova burocracia, uma ampla gama de poderes, antes de titularidade do Congresso Nacional. Este processo permitiu a superação de muitas das tensões típicas da democracia populista, agora colocadas sob uma estrutura administrativa formal e subordinadas, por exemplo, ao peso daquela demissibilidade *ad nutum* ou meramente neutralizadas no debate técnico.²⁵

Este movimento é aparentado com um outro, de efeitos mais restritos, ainda que significativos para a presente análise – com a ascensão de um novo grupo dominante, tecnocrático, encerrou-se o longo período durante o qual o Brasil poderia ser caracterizado como uma "república dos bacharéis", nascendo o que alguns chamaram de "república dos economistas".

Com efeito, a nova legislação ia além dos limites da formação dos operadores do direito, formalista e bastante limitada no que tange à matéria econômica. Ademais, as categorias herdadas da tradição do direito continental mostravam-se inadequadas para lidar com realidades e com demandas cada vez mais complexas. Como esclarece Pimentel (1973, p. 33),

...coube, então, aos economistas, par droit de conquête, liderar esse importante setor da Revolução que era a edição de leis criadoras dos instrumentos da nova ordem jurídica. Ressentiam-se, no entanto, da mesma falha de não terem recebido adequada formação para elaborar leis. Técnicos, precisos, objetivos, falando uma linguagem rica em expressões novas – a que o povo batizou de economês – os economistas se viram na contingência de legislar, embora não estivessem preparados para isso.²⁶

Esta inadequação, em larga medida previsível, foi acentuada pela mudança das influências que mais diretamente incidiam sobre o desenvolvimento do sistema jurídico nacional (ou, ao menos, sobre a legislação econômica). Se antes as referências vinham daquele modelo europeu continental (nomeadamente dos sistemas jurídicos alemão, francês e italiano), a partir de meados dos anos 1960 muito da legislação econômica (e praticamente toda a legislação relativa ao processo de desenvolvimento financeiro) passou a se inspirar no sistema norte-americano.

Por um lado, a legislação norte-americana impunha-se, realmente, como referência, tendo em vista o conteúdo das inovações que então se pretendia implementar. Por outro, tal movimento também encontra raízes em

²⁵ Para algumas referências sobre o processo, cf., ainda, Leães (1982, p. 19).

²⁶ Alguns sinais deste processo eram sentidos, porém, há mais de uma década. Assim, já em 1941, Santiago Dantas chamava a atenção para a defasagem da formação jurídica tradicional ante as novas realidades (1975, p. 25 e ss.), alerta repetido em outras ocasiões (1955, p. 73 e ss.). Para os sintomas dessa crise do modelo bacharelesco, ainda hoje, dominante no país, cf. Venâncio Filho (1982, especialmente p. 303 e ss.).

processos políticos mais complexos, especialmente na criação de zonas de influência ideológica durante o período da Guerra Fria. De qualquer forma, fica cada vez mais evidenciado o distanciamento entre o instrumental técnico e teórico originariamente detido pelos operadores do direito e aquele novo campo que se configurava, que demandava um outro tipo de operadores. Como demonstra Bastos (1980, p. 24), aquele "transplante" de um novo direito material resultou em um "corpo estranho" no ordenamento pátrio, na medida em que a ele não correspondeu uma nova processualística e tampouco uma nova conformação para o Poder Judiciário ou uma preparação própria para seus integrantes. Muito desse estranhamento se tentou mitigar a partir de esforços isolados – e, de modo geral, com efeitos bastante limitados – em que se procurava suprir as diferenças de formação dos profissionais pela reformulação do ensino jurídico brasileiro, que deveria adequar-se à nova realidade.

Tais esforços, de que o principal exemplo, no Brasil, talvez seja a experiência do Centro de Estudos e Pesquisas no Ensino do Direito (Ceped),²⁷ são genericamente enquadrados no âmbito do Law and Development Movement, um movimento financiado por entidades privadas ou por programas governamentais (como a Ford Foundation ou a Usaid) durante as décadas de 1950 e 1960 (Gardner, 1980, p. 35 e ss.). Em linhas gerais, esses programas, que combinavam o idealismo de alguns grupos com o oportunismo político de outros, visavam aproximar os métodos de ensino e a prática jurídica em países do Terceiro Mundo do quanto se adotava no sistema de *Common Law*, "exportando" o modelo norte-americano e procurando, em especial, lançar as bases, nestes países, de uma "advocacia empresarial" propriamente dita, com formação mais ampla do que aquela até então provida pelos sistemas jurídicos locais. Muitos dos artífices da legislação que se implantou no Brasil a partir de então participaram de tal iniciativa.²⁸

²⁷ Para referências à experiência do Ceped, criado em 1966, vinculado à Faculdade de Direito da Guanabara e à Fundação Getúlio Vargas, cf. Venâncio Filho (1982, p. 325), Gardner (1980, p. 62 e ss.) e, mais sucintamente, Yazbek (2001, p. 544). Um exemplo de produção acadêmica nascida dos esforços do Ceped, ilustrativo da metodologia que ali se pretendia implantar, reside em Trubek, Vieira e Sá (1971).

²⁸ Há que se destacar que, no Brasil, realmente foi criado, a partir dos anos 1960, aquele modelo de advocacia empresarial, com o surgimento de grandes escritórios, principalmente em São Paulo e no Rio de Janeiro. A despeito de alguns vínculos pessoais, o advento desta nova forma de militância advocacia apresentou reduzidos vínculos diretos com os esforços do grupo do Ceped. Além disso, tendo em vista as áreas de atuação daqueles escritórios, o seu grau de especialização e a forma de organização das suas atividades, eles usualmente correm ao largo do meio acadêmico, que não acompanhou muito do desenvolvimento mais recente, sobretudo no campo da legislação econômica. Para o surgimento da advocacia empresarial no Brasil, os novos padrões que então se impuseram e a sua contraposição às figuras mais tradicionais, cf. Dezalay e Garth (2002, p. 198 e ss.).

No longo prazo, o surgimento da estrutura regulatória descrita, envolvendo alto grau de especialização e com origens distintas daquelas do pensamento jurídico brasileiro, apresenta alguns efeitos interessantes para a presente análise. Pode-se apontar assim, em um primeiro momento, aquele alijamento dos "bacharéis" de processos nos quais, até então, ocupavam papel de destaque. Outrossim, como não poderia deixar de ser, aquele alijamento se refletiu também no ensino jurídico e na produção acadêmica. A regulação financeira tornou-se, assim, campo estranho, pouco afeito ao debate técnico-jurídico.²⁹ Trata-se de questão incidental na presente exposição, mas que ajuda a demonstrar as rotas (e a antecipar o destino da regulação financeira), sendo, ao mesmo tempo, pano de fundo do presente trabalho.

5.3. As décadas de 1970 e 1980 como período intermediário³⁰

Como se viu, ainda no início da década de 1970 ocorreram as primeiras crises no mercado de valores mobiliários, diretamente relacionadas à combinação entre os estímulos governamentais outorgados ainda na década anterior (geradores de crescimento no volume das operações) e a falta de um regime adequado. Tais questões teriam acelerado a promulgação das Leis n^{os} 6.404/1976 e 6.385/1976.

A década que se iniciava, porém, mostrou-se pródiga em outros problemas, que levaram, aos poucos, à erosão do modelo de desenvolvimento desenhado nos PNDs – Planos Nacionais de Desenvolvimento – I e II. A crise daquele modelo se deu tanto em razão de contradições internas (com a existência de concepções contrapostas dentro do próprio governo, gerando opções políticas díspares) e da reduzida independência dos reguladores recém-criados (que se moviam conforme a alternância daquelas concepções e conforme pressões políticas diversas), quanto em razão de uma nova conjuntura mundial, após as crises do petróleo de 1974 e 1979, que não se mostrava tão favorável ao país. Aceleraram-

²⁹ Assim, em larga medida os currículos das faculdades de direito não acompanharam o processo de evolução desde aquele período ocorrido, ao menos no que tange aos temas sob análise – a matéria securitária, por exemplo, é, usualmente, enquadrada no Direito Civil, como capítulo do direito dos contratos; o direito do mercado de capitais e o direito bancário, campos do Direito Comercial, são analisados separadamente, a partir, apenas, das categorias contratuais adotadas; ainda no Direito Comercial, as companhias abertas ocupam espaço quase irrelevante; por fim, as estruturas regulatórias, quando vistas, ficam sob as categorias formais do direito administrativo. A escassez da produção acadêmica, especialmente em matéria bancária, é denunciada por Barreto (1975, p. XI e 149 e ss.). Cf. ainda Yazbek (2006a, p. 335).

³⁰ A esquematização das medidas de regulação bancária, nesta seção, atende à relação apresentada por Andrezo e Lima (2002, p. 349 e ss.), ainda que, para o pano de fundo, se recorra a outras fontes.

se novamente, na década de 1970, as pressões inflacionárias. Inicia-se assim, no período, o ocaso do mercado de capitais nacional, após aquela euforia inicial, sendo os agentes econômicos superavitários levados, cada vez mais, a buscar modalidades de investimento que lhes permitissem lidar com a inflação.

Já a década de 1980, caracterizada por muitos autores como "a década perdida", viu as crises das dívidas externas de diversos países do Terceiro Mundo, sendo marcada ainda, no Brasil, por diversas tentativas malfadadas de conter a espiral inflacionária.³¹

Ante esse quadro, aquele espírito de liberalismo presente (ou ao menos declarado) quando da promulgação da legislação financeira, nos primórdios do regime militar, foi também se deturpando. As décadas de 1970 e 1980 foram palco de uma sucessão de escândalos, sendo cada vez mais generalizada a crítica aos reguladores, sobretudo pela excessiva tolerância demonstrada. De instrumentos essenciais para a implementação de um projeto econômico para o país, Banco Central e CVM passaram a uma situação, ao menos ante a opinião pública, de descrédito.³² Da mesma forma, uma vez encerradas as grandes reformas e esgotado o modelo de desenvolvimento que as animava, os avanços mais significativos das duas décadas sob análise dizem respeito, muito mais, à adequação do regime ao novo ambiente, com poucas verdadeiras inovações.

Mesmo as duas leis inicialmente promulgadas para regular o mercado acionário, disciplinando as companhias e dispondo sobre a regulação do mercado, surgiram, sobretudo, como uma mera reação aos problemas ocorridos no início da década. Da mesma forma, a Lei nº 6.024/1974 surge em decorrência das quebras de instituições financeiras fragilizadas ou de alguma maneira afetadas pelo processo inflacionário. No período são, ainda, regulamentadas as atividades das entidades de previdência privada, procurando-se criar as bases para o recurso a mecanismos alternativos à previdência pública, havendo-se diferenciado, na ocasião, as entidades de previdência aberta das de previdência fechada. O sistema de custódia e negociação de títulos públicos foi, por sua vez, reforçado e tornado não apenas mais eficiente, como também mais seguro, com a criação do Selic, cujo regime já dispunha de alguns mecanismos de proteção em caso de inadimplência das partes envolvidas nas operações (Andrezo e Lima, 2002, p. 351).

³¹ Para uma descrição desse período de retrocesso econômico, cf. Leite (2004, p. 194 e ss.).

³² Para as ingerências sofridas pelo BCB, cf. Maxfield (1998, p. 133 e ss.). No caso da CVM, é emblemático o "caso Vale", cujos efeitos são analisados por Carvalhosa e Eizirik (1998, p. 434). Alguns destes escândalos são descritos por Assis (1983), que procura demonstrar o processo de degeneração do regime estabelecido a partir de 1964, referindo não apenas a tolerância, como não raro o apoio, ainda que velado, do governo em boa parte dos casos por ele narrados.



Dentre outras medidas, nos anos 1980 são criados novos mecanismos de proteção e de outorga de segurança aos agentes, com a criação, por exemplo, da Cetip que, como anteriormente se afirmou, cumpre funções similares às do Selic, atuando, porém, no campo dos títulos de emissão privada. Em 1985 surge o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) como instância recursal para as decisões punitivas da CVM e do BCB. Pelo Decreto-Lei nº 2.286/1986 são dadas as bases para a regulação do mercado de derivativos, outorgando-se uma competência genérica ao CMN. Por fim, vale referir, em 1987, a criação do também já referido Regime de Administração Especial Temporária (Raet), um novo regime de intervenção, destinado inicialmente a permitir o saneamento dos bancos estaduais,³³ mas que, pelos seus méritos, foi também adotado para outras instituições. Em fins da década ocorreram, ainda, grandes perdas nos mercados de bolsa de valores, relacionadas com a concorrência instalada entre as Bolsas do Rio de Janeiro e de São Paulo e com o famoso caso Nahas, responsável em parte pela decadência daquela primeira Bolsa. Também aí se deu causa à emissão de novas normas pelos reguladores competentes.³⁴

Há que se apontar, porém, que, em fins da década de 1980 (mais exatamente em 1987), surgem normas cujo contexto e cujos efeitos merecem, aqui, destaque. Com elas, a regulamentação brasileira começava a reagir a algumas tendências internacionais, iniciando-se um movimento que, como se verá, vai desaguar no regime regulatório constituído em meados da década seguinte. A primeira dessas alterações diz respeito ao estabelecimento de um novo regime para os investidores estrangeiros, a partir da Resolução CMN nº 1.289/1987, que criou os famosos "Anexos", correspondentes, cada um deles, a uma modalidade de investimento de acesso autorizado àqueles investidores.³⁵ A despeito do excessivo formalismo então adotado, objeto de seguidas críticas e aos poucos flexibilizado (tanto nos "anexos" posteriormente promulgados, quanto

³³ cuja situação é bem descrita por Verçosa (2001, p. 273 e ss.).

³⁴ Para uma descrição, bastante genérica, dos problemas então ocorridos no mercado de valores mobiliários, cf. (Andrezo e Lima, 2002, p. 189).

³⁵ A referida Resolução criou, na verdade, os anexos I (para as Sociedades de Investimento-Capital Estrangeiro, ou Fices), II (para os Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro, ou Sices) e III (para as carteiras de títulos e valores mobiliários). Os anexos IV (Carteira de Investimentos de Investidores Institucionais Estrangeiros), V (*Depositary Receipts*) e VI (Fundos de Renda Fixa-Capital Estrangeiro) vieram na seqüência, regulamentados respectivamente pelas Resoluções CMN nº 1.832, de 31/5/1991, 1.927, de 18/5/1992, e 2.028, de 25/11/1993. O regime estabelecido para tais investidores por intermédio destas normas encontra-se, hoje, superado, havendo-se promulgado, em janeiro de 2000, a Resolução CMN nº 2.689/2000. Refletindo uma nova concepção, este último normativo não fala mais em "investidores estrangeiros", mas sim em "investidores não-residentes", aos quais é facultado o recurso às mesmas modalidades facultadas aos residentes, sem maiores diferenciações senão de cunho procedimental (ou tributário, frise-se).

na Resolução CMN nº 2.689/2000, que revogou todos eles), a regulamentação em referência representa um importante avanço, abrindo novas possibilidades para o combalido mercado acionário e, ao mesmo tempo, dando as bases para a integração daquele mercado no sistema global.

Outra importante alteração reside na autorização para o funcionamento dos bancos múltiplos, inicialmente nos termos da Resolução CMN nº 1.524/1988, que também extinguiu as "cartas-patentes" das instituições financeiras, sucedidas por um processo de autorização de funcionamento na linha daqueles já descritos (seção 4.6.3.1). Com a criação dos bancos múltiplos, antes impedidos pelo artificialismo do regime de especialização vigorante, acentuou-se o processo de concentração no sistema financeiro nacional, antes efetuado por meio de operações societárias e da adoção de estruturas de conglomerado.³⁶ A criação dos bancos múltiplos marca o nascimento do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif), um plano de contas uniformizado para as instituições financeiras. Também nessas últimas alterações pode-se ver como o regime adotado no país foi, progressivamente, se aproximando das tendências internacionais, em um movimento de inserção que ganha corpo, mais definitivamente, apenas na década de 1990.

5.4. A década de 1990 e os novos rumos da regulação financeira

A década seguinte inicia-se, herdeira que foi da "década perdida", sob a égide do combate à inflação, cujos efeitos desestabilizadores se faziam sentir cada vez mais, inclusive em razão do insucesso dos diversos planos até então tentados. Após o fracasso dos Planos Collor I e II e a crise política que marcaram o começo do período, iniciou-se com o Plano Real, a partir de 1994, um processo de estabilização do valor da moeda.

O novo Plano se apoiava, sobretudo, na criação de uma "âncora cambial", mecanismo que era, em parte, permitido pela mudança das condições internacionais, uma vez que, em especial após o Plano Brady e a renegociação da dívida externa, o Brasil começava a retornar ao mercado internacional, podendo beneficiar-se dos fluxos financeiros que tinham por destino os países emergentes (e, em parte, passando a depender, ainda mais, de tais recursos).³⁷

³⁶ Para os efeitos imediatos desta autorização, cf. Miranda e Tavares (2000, p. 345).

³⁷ Para uma descrição detalhada do mecanismo adotado, sob o ponto de vista crítico, cf. as considerações de Carneiro (2002, p. 357 e ss.). Quanto ao "componente financeiro" daqueles recursos destinados ao país, cf. Baumann, Canuto e Gonçalves (2004, p. 427), que destacam tratar-se de investimentos "de mercado", tornados novamente possíveis pela estabilização macroeconômica e pelo diferencial das taxas de juros. Para a descrição de outras medidas de saneamento financeiro que integraram o Plano, cf., por exemplo, Leite (2004, p. 197 e ss.).

Com a consecução da estabilidade financeira, o país ingressou no rol das "economias emergentes". As estruturas de regulação financeira, por sua vez, refletem esse movimento. Do ponto de vista "institucional", inicia-se, aí, um ciclo de reformulação das práticas e daquelas estruturas de regulação, tanto pela atualização daquilo que já havia se tornado obsoleto, quanto pela criação de algumas medidas de saneamento especiais, necessárias em razão de algumas fragilidades do sistema financeiro nacional que foram evidenciadas pelo novo quadro.

Com o fim da inflação, muitas instituições perderam as chamadas receitas de *floating*, decorrentes da administração conjunta dos depósitos a vista não remunerados, feitos pelos clientes, e de outras operações. Da mesma maneira, uma vez eliminadas as distorções até então existentes, ficou evidenciada a fragilidade da estrutura patrimonial de boa parte das instituições financeiras – não eram raros, desse modo, os problemas de má gestão, disfarçados pela reduzida transparência e pela contabilidade bancária (Maia, 2003, p. 04). Por fim, há que se destacar que a estabilização econômica, acompanhada pela necessidade de aprimorar o sistema financeiro nacional (pela própria forma de inserção do país na economia mundial), levou à implantação de uma série de aprimoramentos no regime de mercado – em especial sob a forma de regulação prudencial e sistêmica – para os quais aquele sistema não estava de todo preparado – é o caso da adoção do Acordo da Basiléia, referida, em especial, nas seções 4.5.3.3 e 4.6.3. Também esses novos regimes acentuaram os problemas que já se começava a reconhecer.

Ante tal fragilidade e as dificuldades para a resolução dos casos mais graves a partir dos instrumentos de intervenção e de liquidação então disponíveis, foram desenvolvidos alguns programas destinados a permitir a reestruturação de instituições em dificuldades.³⁸ O primeiro deles, denominado Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), destinava-se às instituições do setor privado, havendo sido criado pela Medida Provisória nº 1.179, de 3/11/1995 (posteriormente convertida na Lei nº 9.710, de 19/11/1998). O segundo,

³⁸ Neste sentido, Maia (2003, p. 02) demonstra a insuficiência dos instrumentos de intervenção então existentes. Da mesma forma, Lima (2005, p. 203) descreve as finalidades dos novos regimes e a sua relação com as transformações então ocorridas, esclarecendo que "quando a economia passa por um grande reordenamento, como o que ocorreu no Brasil após a implantação do Plano Real, a atividade bancária, se não sofrer o necessário processo de ajuste estrutural, fica exposta a um crescente risco sistêmico. Na ausência desse ajuste, as soluções para os decorrentes problemas bancários, normalmente baseadas em regimes especiais de intervenção, liquidação e administração especial temporária, têm um custo social mais elevado do que a ação prévia das autoridades no sentido de, por exemplo, promover a transferência de controle das instituições a outras mais eficientes."

denominado Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), era destinado aos bancos públicos estaduais, cuja situação já vinha inspirando cuidados há algum tempo, foi criado no ano seguinte. O terceiro desses programas, o denominado Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proer), por sua vez, foi implantado apenas em 2001.³⁹

Tais mecanismos foram objeto de diversas polêmicas. No caso específico do Proer, foi criada uma espécie de linha de assistência financeira "destinada a financiar reorganizações administrativas, operacionais e societárias" de instituições, resultando na transferência de seu controle para outrem ou na mudança do seu objeto social, para atividades não-financeiras (Lima, 2005, 203). Nos outros dois casos, o foco era a reorganização para fins de privatização. De um modo geral, aqueles programas permitiram o ingresso de importantes grupos estrangeiros no país (o que não deixa de ter uma natureza estratégica, tendo em vista a situação de dependência da economia nacional, agora acentuada) e aumentando os índices de concentração no sistema financeiro nacional.⁴⁰

No Proer, o mais importante daqueles programas, o modelo básico adotado era o de uma divisão da instituição que apresentava problemas em parcelas, o *good bank* e o *bad bank*. A primeira parcela, composta pelos depósitos e por ativos que se mostrassem mais interessantes, era adquirida por um terceiro, enquanto a segunda seria objeto de liquidação extrajudicial. A implementação deste mecanismo envolveu, como aliás não é raro que ocorra em matéria de regulação sistêmica, a estruturação de um arcabouço legal adequado (contido, inicialmente, na Medida Provisória instituidora do programa), atribuindo claramente responsabilidades aos administradores das instituições envolvidas e afastando expressamente determinados direitos dos acionistas minoritários.⁴¹

Ao lado do Proer e dos demais programas anteriormente referidos, foram criados outros mecanismos de regulação sistêmica ou prudencial, de caráter menos transitório. Assim, além do aprimoramento dos regimes

³⁹ Para a descrição desses programas, das finalidades a cada caso e do instrumental adotado, cf. a detalhada análise de Verçosa (2001, p. 257). Vale remeter, também, a Salomão Neto (2005, p. 530 e ss.) e a Turczyn (2005, p. 214 e ss.).

⁴⁰ Para os resultados do Proer até a sua conclusão, em meados de 1997, cf. Maia (2003, p. 08). Para os demais programas, cf. as referências trazidas por Fortuna (2002, p. 574) e Andrezo e Lima (2002, p. 260).

⁴¹ Para as polêmicas referentes a este último ponto, cf., novamente, as referências de Verçosa (2001, p. 259).

excepcionais aplicáveis às instituições em regime de intervenção ou de liquidação (inclusive pela extensão de responsabilidades a controladores, nos termos da Lei nº 9.447/1997, já referida), podem-se relacionar alguns outros mecanismos descritos no capítulo anterior, como o Fundo Garantidor de Créditos (FGC), criado pela Resolução CMN nº 2.197/1995, o novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), a partir da Medida Provisória nº 2.008, no início de 2000, e os novos mecanismos, mais técnicos, de prestamista de última instância.

Também surgiram, na época, importantes instrumentos de regulação prudencial, analisados no correr deste trabalho. Assim, como anteriormente comentado, em 17/8/1994, a Resolução CMN nº 2.099 incorporou à regulamentação brasileira as regras do Acordo da Basileia (posteriormente adaptadas). Lima (2005, p. 204 e ss.) descreve outros avanços da regulação prudencial, referindo a Central de Risco de Crédito (criada em 1997); a possibilidade de cessão de créditos para sociedades securitizadoras (desde maio de 1998); os novos instrumentos de fiscalização e supervisão implementados nos últimos anos, inclusive para conglomerados; as obrigações de estabelecimento de controles internos ("*compliance*"), abrangendo aspectos contábeis, organizacionais, administrativos e operacionais, a partir da Resolução CMN nº 2.554/1998; a obrigatoriedade de classificação do risco de crédito assumido pelas instituições em razão de suas operações ativas por um mecanismo de *rating* (desde 2000) etc.

Alguns desses mecanismos, coerentemente, surgiram sob a forma de instrumentos negociais que permitiam às instituições financeiras, sob o novo regime que se lhes aplicava, administrar os riscos de crédito que, a partir de então, ao determinar o aumento do custo das operações de empréstimo e assemelhadas, passariam a afetar o livre desenvolvimento de suas atividades (valendo lembrar, também, que foi nesse momento que a universalização do acesso ao crédito, presumivelmente facilitada pela adoção de tais instrumentos, começou a ganhar relevância como política pública). Trata-se, assim, de instrumentos que não apenas podem permitir uma maior adequação das instituições às normas prudenciais, como também militam pelo atendimento de fins de política pública. Tais mecanismos, alguns dos quais já discutidos anteriormente, encontram-se relacionados no quadro 5.1.

Quadro 5.1 – Instrumentos negociais para a administração de risco de crédito regulamentados, em especial, a partir da segunda metade da década de 1990

Instrumento	Natureza (comentários gerais)	Legislação/Regulamentação
Mecanismos de cessão de crédito ⁴²	Operações de cessão entre instituições bancárias (em alguns casos o destinatário não precisa apresentar tal natureza).	Hoje, pelas Resoluções CMN nºs 1.962/1992, 2.561/1998 e 2.836/2001.
Securitização de recebíveis ⁴³	Operações pelas quais direitos de crédito decorrentes de relações com terceiros são incorporados a instrumentos negociáveis, permitindo a obtenção de adiantamentos e a administração de riscos de crédito.	Resolução CMN nº 2.686/2001.
Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs)	Mecanismos criados para superar algumas das limitações das operações tradicionais de securitização, feitas por intermédio de emissão de debêntures e sujeitas a diversas outras restrições.	Resolução CMN nº 2.907/2001 e Instruções CVM nºs 356/2001 e 393/2003.
Cédulas de Crédito Bancário (CCBs) ⁴⁴	Instrumentos emitidos por clientes em relações de crédito bancário, que permitem a incorporação da relação em um título cambiariforme, facilitando a constituição de garantias e a exequibilidade da dívida, assim como a eventual negociação em mercado.	Inicialmente pela MP nº 1.925/1999 e, na sequência, pela Lei nº 10.931/2004. Regulamentadas, em princípio, pela Resolução CMN nº 2.843/2001.
Operações Ativas Vinculadas ⁴⁵	Operações pelas quais a instituição financeira capta, em mercado, recursos destinados a operações de crédito para um cliente já identificado.	Resolução CMN nº 2.921/2002
Derivativos de crédito ⁴⁶	Instrumentos pelos quais se negocia com terceiros não as relações de crédito com terceiros, mas o risco de inadimplemento destes terceiros, funcionando, assim, como uma espécie peculiar de <i>hedge</i> .	Resolução CMN nº 2.933/2002 e Circular BCB nº 3.106/2002
Acordos de compensação ⁴⁷	Acordos bilaterais que permitem a compensação entre os direitos e obrigações de duas partes, em caso de ocorrência de determinados eventos (especialmente em caso de quebra).	MP nº 2.192-70/2001, com o regime posteriormente incorporado ao art. 119, VIII, da Lei nº 11.101/2005. Regulamentados pela Resolução CMN nº 3.263/2005

Fonte: Yazbek (2006a).

⁴² Cf. seção 2.4, para referências.

⁴³ Cf. seção 2.6.2.1, item "c", para referências.

⁴⁴ Cf. seção 2.6.2.2, para nota com a definição legal e algumas considerações sobre as cédulas de crédito bancário. Cf. ainda, na seção 4.6.1, referências à recente caracterização, em decisão da CVM, das CCBs emitidas sob certas condições como valores mobiliários.

⁴⁵ Cf. Yazbek (2006a, p. 25 e ss.) para considerações sobre esta modalidade e sobre o crédito consignado, criado pela Lei nº 10.820, de 17/12/2003.

⁴⁶ Cf. seção 2.7.5, para referências.

⁴⁷ Cf. seção 4.6.2.3, para nota com referências aos acordos de compensação e a alguns dos debates mais recorrentes.

Ao mesmo tempo em que eram criados os principais instrumentos de regulação prudencial e sistêmica anteriormente descritos, também a regulação de condutas sofria importantes alterações estruturais, com o alargamento da competência da CVM. Assim, descontada a alteração casuística promovida pela Lei nº 9.457/1997 (apesar de, na ocasião, se haver, ao menos, reforçado o instrumental persecutório e punitivo da Comissão), foram promovidas significativas alterações na Lei nº 6.385/76, em especial pela Lei nº 10.303/2001, pela Medida Provisória nº 08/2001 (convertida na Lei nº 10.411/2002) e pelo Decreto nº 3.995/2001, todos de 31/10/2001. Dentre outras medidas, novos instrumentos foram, na ocasião, incluídos na relação de valores mobiliários (podendo-se referir, em especial, os derivativos e as quotas de fundo de investimento⁴⁸) e novas instituições foram integradas no sistema de distribuição de valores mobiliários. Posteriormente, e no exercício de suas novas competências, a CVM promulgou uma série de normativos com esse enfoque mais "transacional", tratando, por exemplo, da relação entre corretora e cliente (Instrução CVM nº 387/2003), das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários (Instrução CVM nº 400/2003), do regime de prestação de informações nas companhias abertas (Instrução CVM nº 358/2002), das ofertas públicas de aquisição de ações (Instrução CVM nº 361/2002), dos fundos de investimento (Instrução CVM nº 409/2004), das entidades administradoras de mercados organizados de bolsa e de balcão (Instrução CVM nº 461/2007) e dos mecanismos de aprovação para negociação ou registro de operações com derivativos (Instrução CVM nº 467/2008), dentre outras.

Fica evidenciado, não apenas da consideração das mudanças mais amplas, anteriormente descritas, como também do reconhecimento da natureza das normas promulgadas pelos órgãos reguladores, que o BCB assumia, cada vez mais, o papel de regulador prudencial e sistêmico, enquanto a CVM passava a ocupar espaço como reguladora de condutas, ao menos para as relações típicas "de mercado". Tal divisão fica ainda mais clara no Convênio CVM/BCB, de 5/7/2002, em que efetivamente acabou por caracterizar as quotas de fundos de investimento como valores mobiliários, sob a categoria geral dos "contratos de investimento coletivo". Isso porque aquela categoria fora definida e caracterizada como valor mobiliário originariamente pela Medida Provisória nº 1.637/1998 (convertida na Lei nº 10.198/2001). A Lei nº 10.303/2001 nada mais fez do que integrar essa espécie de valor mobiliário, com a mesma redação, na relação constante do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, como inciso IX.

Ora, quando da promulgação da Medida Provisória anteriormente referida, em 1998, o que se procurava era abarcar os chamados contratos de "boi-gordo", uma modalidade de parceria agropecuária. Àquela época, os fundos de investimentos em geral (à exceção dos fundos de investimento em ações, vale destacar)

⁴⁸ Como já referido nas seções 2.6.1.2 (em que se trata da opção do legislador de 1976 por criar uma relação de valores mobiliários, assim como o subsequente alargamento daquela relação), 2.7.6 e 4.6.1.

permaneciam sob a esfera de competência do BCB, que para eles promulgara normativo próprio – a Circular BCB nº 2.616/1995, que já veio na esteira de outras regras anteriores, aprimorando-as. Nunca houve questionamento desta situação.

Não obstante, com o mencionado convênio de 5/7/2002, firmado após a plena assunção pelo Banco Central das atividades de regulação prudencial e sistêmica, surge uma nova interpretação para a matéria. Assim, é feita, logo de início, uma referência à competência da CVM para regulamentar os fundos de investimento, delimitando de forma distinta (e indiretamente) a abrangência do art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, com a nova redação que lhe fora outorgada. Antes mesmo das cláusulas então pactuadas, consta da consideração de nº I que

a Lei 6.385, de 1976, atribui competência à CVM para editar normas, conceder autorizações e registros e supervisionar os contratos de derivativos, independentemente dos ativos subjacentes, bem como as bolsas de mercadorias e de futuros, as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente, entre os quais se incluem as quotas de fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior.

As demais considerações, vale frisar, deixam claro que ao Banco Central devem incumbir as competências para as quais ele vinha sendo direcionado. O convênio em si versa, de modo geral, sobre as obrigações de prestação de informações mútuas e de oitiva da autarquia eventualmente interessada em determinados temas, estabelecendo um regime de cooperação.

Como referido em especial na seção 4.5.2, tal estrutura foi complementada com um esforço de integração da atuação e das práticas adotadas pelos diversos reguladores, no âmbito do Coremec, órgão que, se não efetua uma real unificação das atividades de regulação, deve lutar por aquela integração e por uma harmonização dos procedimentos, pressupondo a integração de fato existente entre os distintos mercados e as formas pelas quais os agentes efetivamente se organizam para o desenvolvimento de suas atividades.

5.5. As transformações estruturais da regulação financeira – uma síntese

Fica reforçado, do anteriormente exposto, que a distribuição de competências para os reguladores financeiros no Brasil, hoje, passou a modelar-se também, para seguir a classificação de Goodhart *et al.* (1998, p. 144) já referida, a partir de um critério "objetivo", atento para o tipo de falha de mercado, ao lado dos mais tradicionais critérios "institucional" e "funcional".

Ainda que, a rigor, as competências dos diversos reguladores sejam formalmente definidas com base em instituições ou em mercados específicos,

verifica-se que, cada vez mais, estes se especializam na tutela de determinados interesses – ao BCB cabe sobretudo (mas não exclusivamente) lidar com as externalidades (objeto da regulação sistêmica e, em parte, da prudencial), à CVM, incumbe a proteção dos investidores, quando se esteja tratando de instrumentos negociáveis,⁴⁹ aos reguladores securitários e de previdência complementar, cabe a proteção especializada dos consumidores daqueles tipos de produto.

Esse critério de diferenciação das atividades dos reguladores, mais material do que formal, encontra-se em consonância com o debate e com as tendências internacionais sobre a matéria. Mais do que isso, ele incorpora a "racionalidade econômica" da regulação financeira. Ainda que a legislação em vigor não entre em tais minúcias, as categorias formais por ela definidas dão guarida à interpretação. Fica muito claro o distanciamento entre a realidade econômica e o texto normativo.

Não obstante, como se verificou, esta tendência não se impôs no Brasil de imediato, fruto da "naturalidade" que muitos atribuem à racionalidade econômica. O processo mostrou-se mais complexo, incorporando peculiaridades locais e atendendo a necessidades as mais distintas. Como analisado, a estrutura regulatória do mercado financeiro nacional surge em condições muito diversas daquelas hoje existentes. Foi necessário um longo caminho até que ela assumisse as feições atuais que, ainda assim, trazem consigo, como sedimentos, reflexos dos modelos anteriormente adotados.

Assim, o país passou dos regimes dispersos – pouco técnicos e muito politizados – vigentes durante o século XIX e metade do século XX, para um modelo, iniciado com o golpe militar, em que as estruturas de mercado eram valorizadas e tidas como instrumentos de desenvolvimento. É o momento do nascimento do Sistema Financeiro Nacional, com uma mais clara definição do papel das várias modalidades de intermediários e a criação de reguladores especializados. Tal modelo, inicialmente bastante técnico e coerente com o espírito então vigente, foi deturpado no correr da década de 1970, por motivos diversos, perdendo destaque e credibilidade – a regulação acabou por se tornar, naquele período e durante todos os anos 1980, uma função secundária ante o desafio de conter a inflação.

Apenas com a estabilização monetária, em meado da década de 1990, e com a correspondente integração do país na ordem financeira mundial,

⁴⁹ Devem-se excepcionar desta regra não apenas as relações bancárias típicas (os contratos bancários em geral, que não se incorporam a instrumentos negociáveis), mas igualmente, nos termos do § 1º do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, "os títulos da dívida pública..." e "os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures"; exceções estas justificadas pela natureza desses instrumentos: os primeiros diretamente relacionados à implementação de política monetária e ao provimento de liquidez do sistema bancário, e os demais também corporificando relações bancárias. Vale aqui lembrar uma vez mais que, nos termos de decisão recente da CVM, referida na seção 4.6.1, conforme as condições de sua emissão e negociação, mesmo as cláusulas de crédito bancário podem, apesar da sua natureza, ser caracterizadas como valores mobiliários.

como "país emergente", em grande parte dependente de recursos externos, tornou-se possível (mais do que isso, tornou-se necessária) a revalorização das estruturas regulatórias. Assim, a supra-referida "tecnicização" das práticas de regulação financeira no Brasil, agora coerentes com o que se entende como a "racionalidade econômica" aplicável à matéria, apenas ocorreu no último decênio. Embora as causas para tal já fujam aos limites deste trabalho, pode-se ensaiar duas ordens de análise, não necessariamente excludentes.

Primeiramente, é possível afirmar que a nova situação, em que a moeda volta a cumprir as suas funções essenciais em razão da recém-obtida estabilidade financeira (com a conseqüente "remonetização" das relações econômicas, para usar uma expressão de Maia, 2003, p. 03), tornou "mais realista e estrutura econômica nacional" (Leite, 2004, p. 198), permitindo a instalação, no país, de um padrão típico "de mercado", até então inexistente (e mesmo impossível).⁵⁰ Neste processo, é valorizada a dimensão mais técnica das atividades financeiras. Quanto à regulação de tais atividades, começam a se impor, também, critérios mais rigorosos.

Não se pode, porém, deixar de lado outros determinantes, mais profundos, para a instalação deste novo padrão. Assim, há que se considerar também, como mais de uma vez anteriormente referido, que a adoção daquelas novas estruturas está relacionada à forma de inserção do país na economia global e nas redes financeiras internacionais, cujo arcabouço se começou a constituir especialmente a partir da década de 1970. Os novos critérios de regulação se justificam não apenas pelo seu rigor e tecnicidade, mas também (e especialmente) por permitir aquela inserção. Neste sentido, eles tendem a ajudar a garantir a continuidade dos fluxos financeiros para o país e a própria estabilidade monetária. Apresenta-se aqui, ao lado da dimensão econômica, também uma dimensão política – a partir desse modelo de inserção (via finanças globalizadas), o Brasil deveria encontrar um posto no cenário mundial.

Apenas com o reconhecimento desta dimensão política, torna-se possível fugir às imposições e determinismos que se vem adotando atualmente, quando do tratamento das "instituições" e da sua importância. Tais "instituições", por mais amplo que seja o sentido outorgado ao termo, não nascem naturalmente das práticas econômicas e tampouco determinam, por si, os resultados do processo econômico. Talvez, compreendidos seus determinantes, também se possa reconhecer seu caráter instrumental. O presente trabalho não procurou ir tão longe. Porém, a identificação da relação entre as estruturas de regulação e suas finalidades econômicas, delimitando-se um núcleo técnico das práticas regulatórias, pode permitir que se vá além.

⁵⁰ Em uma linha bastante similar, o processo é descrito por Cortez (2004, p. 196 e ss.) como de reconquista da "...confiança da sociedade na administração da moeda pelo Governo, reconstruindo, assim, as condições sociológicas necessárias para a existência de uma ordem monetária coesa".

Conclusões

O presente trabalho propôs, ante as limitações do instrumental jurídico tradicional para a análise da regulação financeira, a identificação do conteúdo material desta regulação na atualidade, procurando discutir a matéria a partir de uma perspectiva interdisciplinar. Tal análise partiu do debate sobre a racionalidade econômica da regulação. Partiu também de uma descrição, bastante ampla, da lógica dos processos inovativos e organizacionais, pelos quais são criados os instrumentos financeiros e organizadas e desenvolvidas as atividades do setor.

Verificou-se ao cabo que, em larga medida, a regulação financeira é uma prática destinada à administração de riscos decorrentes das atividades desenvolvidas no mercado financeiro e de capitais. Trata-se, evidentemente, de uma evolução das justificativas tradicionais da regulação estatal, relacionadas às chamadas falhas de mercado. Os riscos que se pretende administrar pela regulação estão relacionados, fundamentalmente, a duas daquelas falhas – as assimetrias informacionais (que se refletem no plano das relações entre os agentes) e as externalidades (que se refletem na dimensão sistêmica das atividades financeiras).

A regulação se impõe, assim, tanto para a proteção dos agentes contra riscos em relação aos quais, de outra forma, eles não poderiam se proteger (e cuja presença tende a impedir o pleno desenvolvimento do mercado), quanto para a proteção de terceiros e da sociedade como um todo, que, em caso do alastramento de uma crise ocorrida no sistema financeiro, seriam afetados.

Tal reconhecimento permite a identificação das modalidades de regulação financeira hoje existentes e que, cada vez mais, vêm determinando a adoção de estruturas regulatórias ao redor do mundo (estruturas que eram, antes, relacionadas quase exclusivamente a processos históricos locais). Assim, há que se falar em uma regulação sistêmica (que geralmente incumbe aos bancos centrais e se corporifica na criação de uma "rede de proteção" para o mercado), em uma regulação de condutas (que também pode incumbir a outros reguladores especializados, consistindo, fundamentalmente, em regras e procedimentos negociais) e em uma regulação prudencial (que serve de suporte às