

“A **QUARTIER LATIN** teve o mérito de dar início a uma nova fase, na apresentação gráfica dos livros jurídicos, quebrando a frieza das capas neutras e trocando-as por edições artísticas. Seu pioneirismo impactou de tal forma o setor, que inúmeras Editoras seguiram seu modelo.”

IVES GANDRA DA SILVA MARTINS

“Entre os vários méritos da EDITORA **QUARTIER LATIN**, sobrepõe, para mim, o de que suas escolhas editoriais levam em conta muito mais a contribuição científica para o Direito do que, propriamente, o lucro empresarial, quase transformado em uma espécie de mantra da sociedade contemporânea. Se a publicação de manuais, cursos e quejandos cumpre função corriqueira do aprendizado jurídico, não devemos nos olvidar de que são as monografias acadêmicas – conquanto na contramão dos resultados puramente mercadológicos – que impedem a petrificação do pensamento jurídico, impulsionando-o à criação de uma sociedade mais igualitária e sólida e menos argentária e líquida, como tem se revelado, infelizmente, a nossa.”

NEWTON DE LUCCA

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**

EMPRESA BRASILEIRA, FUNDADA EM 20 DE NOVEMBRO DE 2001

RUA GENERAL FLORES, 508 – CEP 01129-010

BOM RETIRO – SÃO PAULO

VENDAS: FONES +55 11 3222-2423; +55 11 3222-2815

WHATSAPP: +55 11 9 9431 1922

EMAIL: [QUARTIERLATIN@GLOBO.COM](mailto:QUARTIERLATIN@GLOBO.COM)

## JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH

*Advogada. Diretora Jurídica da Vinci Partners. Mestre em Direito Comercial pela USP. Especialista em Regulação do Mercado de Capitais pelo Instituto de Economia da UFRJ. Ex-Procuradora Federal. Ex-Procuradora-Chefe da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).*

# MERCADO DE CAPITAIS

## FUNDAMENTOS E DESAFIOS

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

SÃO PAULO, 2018

[quartierlatin@quartierlatin.art.br](mailto:quartierlatin@quartierlatin.art.br)

[www.quartierlatin.art.br](http://www.quartierlatin.art.br)

revisão era evidente<sup>182</sup>. Como observa Sztajn, os Acordos de Basileia I e II, que deveriam prevenir eventos de grande magnitude, não foram corretamente desenhados; “os incentivos deixaram espaços para inovar e escapar da fiscalização”<sup>183</sup>.

Foi assim que, em novembro de 2010, os países representativos das 20 maiores economias do mundo (o chamado “Grupo dos 20” ou, simplesmente, G-20) chegaram a um acordo sobre a reforma do sistema financeiro, que ficou conhecido como Basileia III. Não se trata, na verdade, de um novo acordo, mas de um conjunto de propostas complementares ao Acordo de Basileia II, composto pelos seguintes principais documentos: (i) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking system*<sup>184</sup> e (ii) *Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*<sup>185</sup>.

As causas e consequências da crise de 2008, assim como alguns pontos do Acordo de Basileia III, serão tratados no Capítulo II. Por ora, e considerando o fim específico do presente Capítulo, basta ressaltar apenas que os principais pontos do novo Acordo passam por: reforço dos requisitos de capital próprio das instituições financeiras; aumento da qualidade desse capital próprio; criação de colchões de conservação de capital; introdução de taxas de alavancagem para o sistema e de medidas sobre requerimentos mínimos de liquidez.

Além disso, o Acordo de Basileia III também pretende reforçar os pilares dois e três do acordo anterior propondo, para tanto, a adoção de práticas para a gestão de liquidez e a realização dos testes de estresse, assim como medidas de governança corporativa e práticas de avaliação de ativos.

182 Nesse sentido, Georg: “Although Basel II was not fully implemented by the time the financial crisis struck, it was agreed upon by the G20 leaders that it has to be reformed in order to cope with systemic risk as well” (GEORG, Co-Pierre. Basel III and Systemic Risk Regulation: What Way Forward? Working Paper Series 17, *Global Financial Markets*, 2011. Disponível em: <<http://www.gfinm.de/images/stories/workingpaper17.pdf>>. Acesso em: 16 jun. 2014).

183 SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro: entre estabilidade e risco*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 138.

184 Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2014.

185 Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs188.pdf>>. Acesso em: 13 jun. 2014.

A efetividade dessas medidas ainda deverá ser futura e empiricamente testada, uma vez que o acordo somente será integralmente implementado em 2019. Nada obstante, cabe observar, desde logo, que diversos trabalhos acadêmicos têm alertado para o fato de que, apesar de poder ser considerado um avanço na regulação financeira, Basileia III, além de insistir em alguns dos problemas do acordo anterior e de passar ao largo do sistema de “*shadow banking*”, apresenta outros pontos, no mínimo, controversos<sup>186</sup>.

Por outro lado, também é certo que o Acordo de Basileia III, ainda que não contivesse os problemas já destacados pela literatura especializada, não seria suficiente, por si só, para lidar com todas as questões que tocam o sistema financeiro e a sua desejada estabilidade.

Hodiernamente, parece unânime o reconhecimento de que, isoladamente, as regras prudenciais jamais serão suficientes para trazer resultados efetivos em termos de controle de risco sistêmico. Ao contrário, e como já é possível notar até aqui, o tema deve ser considerado em um contexto mais amplo de um verdadeiro ambiente regulatório, que envolva aspectos como a estrutura geral de incentivos e o adequado arranjo institucional da regulação financeira, o qual também seja capaz de levar a efeito uma efetiva fiscalização e punição nos casos de descumprimento das normas postas.

Antes, porém, de enfrentar esses temas sob a ótica específica do mercado de valores mobiliários, cumpre dar um último passo no estudo da regulação financeira em geral, especialmente para tratar dos modelos de organização dessa estrutura regulatória.

## 1.6. ESTRUTURA INSTITUCIONAL DA REGULAÇÃO FINANCEIRA

A estrutura institucional da regulação financeira pode ser entendida como a forma de organização, a arquitetura montada para regular o sistema financeiro. Como deve ser estruturado esse sistema regulatório? Quantas entidades devem ser responsáveis pela regulação? Qual deve ser

186 Nesse sentido, e conforme será comentado no Capítulo II, vale citar o trabalho de LEITE, Karla Vanessa B. S.; REIS, Marcos. O Acordo de Capitais de Basileia III: Mais do mesmo? *Revista Economia*, Brasília v. 14, n. 1 A, p. 159–187, jan./abr. 2013 (Disponível em: <<http://anpec.org.br/encontro/2011/inscricao/arquivos/000-b6be72dcbd-cb16867a00eca68309552d.pdf>>. Acesso em: 14 jun. 2014).

a estrutura dessas entidades? Como elas devem se relacionar? Qual seria o grau desejável de coordenação, cooperação e troca de informações entre as entidades reguladoras? Qual o papel a ser desempenhado pelo banco central?<sup>187</sup> Em termos gerais, os debates giram em torno, principalmente, da eficiência de cada uma das diversas estruturas institucionais em alcançar aqueles principais objetivos da regulação financeira, conforme acima identificado.

A discussão acerca do assunto não é nova, muito embora ela tenha sido reanimada a partir da crise financeira do final da primeira década do século XXI.

Antes, porém, de analisar essas diferentes estruturas, faz-se oportuno registrar, desde logo, que não parece haver um único e superior modelo de estrutura institucional que possa ser universalmente aplicável. Nenhum modelo é perfeito. Sempre haverá vantagens e desvantagens em todas as formas de organização da estrutura regulatória, a qual depende de uma série de fatores, como, por exemplo, da evolução histórica de determinado país, da estrutura de seu sistema financeiro, de suas tradições e sistemas políticos e jurídicos, além do próprio tamanho de sua economia e de seu sistema financeiro.

Todos esses fatores condicionam, alteram e refletem na estrutura institucional de regulação financeira e, por isso, não podem – e mesmo não devem – ser desprezados. Nada obstante, parece não apenas pos-

sível, mas necessário o esforço de encontrar alguns pontos comuns ou princípios gerais que possam informar a discussão.

Embora não se deva superestimar a questão estrutural, o fato é que também não se trata de uma discussão menor ou de simples questões de organização administrativa. Como destaca Llewellyn,

*It is not difficult to devise a wide range of viable institutional structures: as put by the Governor of the Bank of England, [...] and in any event no structure can be set in stone – the markets continue to evolve and so too must the regulatory structure' (George, 1996). A crucial point is that institutional structure does not in itself guarantee what really matters: the effectiveness of regulation in achieving its objects in an efficient and cost-effective manner.*<sup>188</sup>

Portanto, a escolha da estrutura regulatória deve ser guiada menos pela estrutura em si e mais por uma clara e fundamentada compreensão acerca da racionalidade e dos objetivos da regulação, sem desconsiderar as características e o ambiente específico de cada país e sem superestimar os resultados que ela, realisticamente, pode produzir.

Tradicionalmente, a arquitetura regulatória das atividades financeiras adota uma divisão tripartite<sup>189</sup> entre os reguladores, que leva em consideração a típica separação entre atividades bancárias, de valores mobiliários e de seguros, em uma abordagem que pode ser chamada de **institucional**, na medida em que o padrão de organização regulatória é estabelecido em razão da instituição regulada. Como resumem Goodhart *et al.*, “*in the institutional approach, regulation is directed at financial institutions irrespective of the mix of business undertaken*”. Desse modo, as distintas agências reguladoras especializadas são responsáveis pela regulação dos diferentes tipos de instituições financeiras.

<sup>187</sup> Como destaca Llewellyn, embora haja um relativo consenso acerca da responsabilidade dos bancos centrais na manutenção da estabilidade sistêmica e na integridade do sistema de pagamentos, ainda existe alguma discussão sobre o seu papel nas atividades de supervisão de bancos ou de outras instituições financeiras. Além disso, em vários países o debate também está ligado a questões relacionadas à independência do banco central na condução da política monetária (LLEWELLYN, David. **Institutional Structure of Financial Regulation: The Basic Issues**. Paper presented at World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington DC, December, 2003, p. 3. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/20572921162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2014). Para Lastra, “[t]here are also advantages of synergy in placing banking supervision under the central bank, because of the knowledge central banks have about the health of individual credit institutions and the financial system as a whole” (LASTRA, Rosa María. **Central Banking and Banking Regulation**. Financial Markets Group. London School of Economics. Londres: Wilson Moss, 1996, p. 149).

<sup>188</sup> LLEWELLYN, David T. **Institutional Structure of Financial Regulation: The Basic Issues**. Paper presented at World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs, Washington DC, December, 2003, p. 12. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/20572921162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2014.

<sup>189</sup> Claro que com algumas exceções, como, por exemplo, a Alemanha, cujo sistema de bancos universais sujeita essas entidades à regulação bancária, ainda que se trate de atividade tipicamente relacionada a valores mobiliários.

Esta abordagem institucional não encontrava grandes obstáculos ou questionamentos quando havia uma clara distinção entre as referidas atividades financeiras desempenhadas por cada uma das diferentes instituições reguladas. Especialmente a partir da década de 80 do século passado, contudo e como visto acima, cresceu o processo de liberalização que alterou profundamente as fronteiras das atividades financeiras, antes claramente compartimentalizadas<sup>190</sup>.

A partir de então, ampliou-se a convicção de que a eficiência econômica seria melhor promovida na medida em que se permitisse às instituições financeiras escolherem o seu tamanho e os tipos de serviços e produtos que desejassem oferecer. Começaram, assim, a ganhar cada vez mais espaço os chamados “conglomerados financeiros”, nos quais um grupo de companhias sob controle comum é responsável por prestar serviços relacionados a pelo menos dois diferentes segmentos do sistema financeiro.

Assim, e na medida em que aquela típica compartimentalização da indústria financeira – entre bancos, valores mobiliários e seguros – se tornava cada vez mais turva, a tradicional e correspondente separação regulatória por tipo de instituição passava a ser questionada, o que sugeria a adoção de uma abordagem na qual a estrutura institucional de regulação devesse espelhar a evolução da própria estrutura do sistema financeiro, sendo, portanto, menos focada na instituição em si e mais voltada ao aspecto **funcional**, ou às atividades, operações e serviços prestados pelas instituições, independentemente de sua forma, estrutura ou denominação jurídica.

Essa distinção – entre regulação institucional e regulação funcional –, embora não tenha tanta relevância em mercados considerados mais simples e menos ramificados<sup>191</sup>, passa a apresentar algumas importantes limitações ou dificuldades que demandam adequado tratamento, especialmente quando se considera a atuação cada vez mais diversificada das instituições, que passam a oferecer uma miríade de serviços e produtos financeiros não mais identificáveis claramente com aquela tradicional divisão tripartite das atividades financeiras.

Afora a eventual e desnecessária duplicação de esforços e, portanto, de custos, que ambas as abordagens podem apresentar, não se pode olvidar de todos os problemas relacionados à possível arbitragem regulatória e à eventual adoção de medidas regulatórias contraditórias pelos diferentes reguladores, que podem acabar seguindo diferentes caminhos para atividades de mesma natureza.

Além disso, e do ponto de vista dos objetivos da regulação, a abordagem puramente funcional pode fazer com que o regulador não tenha a necessária visão da instituição como um todo, comprometendo, assim, a própria eficiência da regulação prudencial, inclusive porque, como resume Llewellyn, são as instituições e não as funções que se tornam insolventes<sup>192</sup>.

Desse modo, e a partir do reconhecimento das limitações inerentes às duas abordagens acima enunciadas, o terceiro modelo que surge como resposta, em vez de levar em consideração as instituições individualmente

190 Com exceção dos Estados Unidos da América (EUA), onde apenas em 1999, com a revogação do *Glass-Steagall Act*, pelo *Gramm-Leach-Bliley Act*, após 12 tentativas em 25 anos, foi permitido que as atividades de banco comercial, banco de investimento e companhia seguradora fossem exercidas pela mesma instituição ou no âmbito do mesmo conglomerado financeiro, embora, como se sabe, algumas exceções já tivessem ocorrido na prática, mesmo durante a vigência do *Glass-Steagall Act*, tal como ocorreu, por exemplo, com a criação do Citigroup, resultante da fusão do Citicorp e do Travelers Group, em 1998, conforme comunicado arquivado na *Securities and Exchange Commission (SEC)*, disponível em: <<http://edgar.secdatabase.com/1216/104746998036768/filing-main.htm>>. Acesso em: 20 jun. 2014. A propósito, vale consultar também o material referente à audiência pública conduzida pelo / à época, disponível em: <[http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19980625\\_Panel5.pdf](http://www.federalreserve.gov/bankinforeg/publicmeetings/19980625_Panel5.pdf)>. Acesso em: 20 jun. 2014.

191 Nesse sentido, Goodhart et al.: “The distinction between institutional and functional regulation and supervision is of little significance when financial institutions are specialised in narrow business areas, for their functions and institutions are co-extensive. Thus regulating banks is the same as regulating the business of banking, and regulations designed to focus upon particular functions immediately identifies the relevant institutions” (GOODHART, Charles et al. *Financial Regulation: Why, how and where now*. Londres: Routledge, 1998, p. 144).

192 “In practice, it is institutions and not functions that fail or become insolvent and therefore institutions per se need to be regulated for safety and soundness”. LLEWELLYN, David T. *Institutional Structure of Financial Regulation: The Basic Issues*. Paper presented at World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs. Washington, DC, December, 2003, p. 15. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/20572921162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2014.

consideradas ou as atividades por elas desenvolvidas, procura separar as funções regulatórias de acordo com os seus dois principais **objetivos**: o (i) de proteção do consumidor (especialmente o consumidor de varejo); e o (ii) de garantia da estabilidade sistêmica.

Taylor pode ser considerado o principal defensor desse modelo, que ele mesmo apelidou de “*Twin Peaks*”. Em seu trabalho de 1995, ele sustentava que os dois principais objetivos perseguidos pela atividade de regulação e supervisão – proteção prudencial e sistêmica, de um lado, e proteção dos consumidores, de outro – seriam potencialmente conflitantes, além de serem também diferentes as técnicas e o modo de execução de cada uma dessas finalidades<sup>193</sup>.

Taylor propôs, assim, uma distinção substancial entre essas duas vertentes regulatórias e uma separação orgânica entre os órgãos públicos responsáveis por cada uma delas. O modelo consistiria, basicamente, no seguinte:

*Twin Peaks proposed that, instead of being structured around the traditional tripartite distinction of banking, securities and insurance, the institutional structure of regulation should in future comprise two regulatory agencies, a Financial Stability Commission and a Consumer Protection Commission. The first would be responsible for ensuring the stability of the financial system as a whole, mainly through the application of prudential regulations. The second would be charged with ensuring that firms deal with their (retail) customers in a fair and transparent manner. The two Commissions would be responsible for discharging their mandate irrespective of the legal form of the firms that they regulated.*<sup>194</sup>

A ideia era, portanto, eliminar as possíveis duplicações regulatórias<sup>195</sup> e criar órgãos com competências claramente definidas, evitando, assim, possíveis conflitos entre os dois grandes objetivos da regulação financeira.

193 TAYLOR, Michael. “*Twin Peaks*”: a regulatory structure for the new century 10-11, Centre for the Study of Financial Innovation, 1995.

194 TAYLOR, Michael W. *The Road From “Twin Peaks” – And The Way Back*. Disponível em: <<http://insurancejournal.org/wp-content/uploads/2011/07/Abstract-2.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2014.

195 Neste ponto, Taylor aparece como um crítico ferrenho ao sistema inglês de regulação financeira então vigente, excessivamente fragmentado e, por isso mesmo, extremamente confuso. Como ele mesmo disse, uma verdadeira “*alphabet soup of regulatory bodies*”. Eram nove órgãos ou entidades responsáveis pela regulação (e au-

Além disso, e quando não fosse possível resolver preventivamente esses conflitos, Taylor sugeria, no caso do Reino Unido, que o modelo proposto encorajaria um processo regulatório mais aberto, transparente e sindicável, na medida em que, ao contrário do sistema de regulador único – que ele também criticava, como será adiante comentado –, as eventuais disputas e divergências entre o regulador prudencial e o regulador de condutas seriam publicamente debatidas e resolvidas entre os respectivos órgãos responsáveis, que deveriam contar também com a participação do Parlamento e do Tesouro britânico, este último servindo de “ponte” entre as duas agências reguladoras.

Outro argumento utilizado por Taylor, para defender o “*Twin Peaks*”, e que se encaixa perfeitamente à discussão atual, era no sentido de que os bancos, já naquela época, não seriam mais tão especiais quanto se imaginava. Citando dois Relatórios do BIS, um de 1986<sup>196</sup> e outro de 1992<sup>197</sup>, ele observou que não apenas os bancos, mas uma ampla gama de instituições financeiras seria capaz de, potencialmente, gerar problemas sistêmicos e que, portanto, para uma adequada regulação sistêmica e prudencial, todas essas instituições, ainda que não bancárias, deveriam estar sujeitas à regulação e pela mesma entidade, garantindo-se assim uma visão do todo e uma convergência de padrões regulatórios.

Vale, a propósito, transcrever as lições de Taylor que, embora escritas em 1995, surpreendem pela atualidade:

*Banks have traditionally been seen as the key systemically important institutions. However, as the Promisel report of 1992 observed, a wide range of financial firms*

torregulação) do sistema financeiro: *Securities and Investments Board (SIB), the Personal Investment Authority (PIA), the Investment Management Regulatory Organisation (IMRO), the Securities and Futures Authority (SFA), the Supervision and Surveillance Division of the Bank of England, the Building Societies Commission (BSC), the Insurance Directorate of the Department of Trade and Industry, the Friendly Societies Commission (FSC), and the Registrar of Friendly Societies (RFS)*. Idem, “*Twin Peaks*”: a regulatory structure for the new century 10-11, Centre for the Study of Financial Innovation, p. 7, 1995.

196 Bank for International Settlements. *Recent innovations in international banking (Cross Report)*, Basileia, 1986. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/ecsc01.htm>>. Acesso em: 18 jun. 2014.

197 Bank for International Settlements. *Recent Developments in International Interbank Relations (“The Promisel Report”)*, Basileia, 1992. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/ecsc02.pdf>>. Acesso em: 18 jun. 2014.

*can now create potentially systemic problems, given the importance of non-bank financial firms – securities houses, insurance companies, trusts and others – in the OTC (“over-the-counter”) derivatives markets, including as market makers in some cases. [...] As the Cross report observed, there is a case “for reducing the potential failure of large non-bank financial firms by extending bank-like regulations and supervision to them, even though they do not take deposits from the public and would not fit under particular supervisory standards applicable to banks”. In other words, the supervisory and regulatory response to the development of the OTC derivatives markets has been the catalyst to bring the regulatory regimes applied to banks and securities companies into line – at least to the extent that these financial intermediaries are now active in the same markets and incur the same risks. This convergence of regulatory standards, which might eventually embrace even insurance companies as well, strengthens the case for their application by the same regulatory body.*<sup>198</sup>

Por fim, Taylor sugere também um possível “terceiro pico” (“a third peak”), uma agência de supervisão de mercado, que seria responsável por detectar, investigar, processar e punir todos os tipos de abuso de mercado. Embora ele reconhecesse que a entidade reguladora de condutas pudesse exercer essas funções, ele recomendava a criação deste terceiro órgão, dadas as substanciais diferenças de expertises, habilidades e conhecimentos necessários para o desenvolvimento de ambas as funções.

O modelo proposto por Taylor foi, contudo, rejeitado<sup>199</sup> pelo Reino Unido que, em 1997, adotou o modelo de regulador único<sup>200(p, seg.)</sup>, no

198 TAYLOR, Michael W. “Twin Peaks”: a regulatory structure for the new century 10-11, Centre for the Study of Financial Innovation, p. 4-5, 1995.

199 Àquela época, o modelo “Twin Peaks” foi adotado na Austrália, como resultado de uma iniciativa do governo daquele país que, em 1996, constituiu um Comitê para avaliação do sistema financeiro (“Financial System Inquiry”). O Comitê foi encarregado de: i) avaliar os resultados decorrentes da desregulamentação financeira, que vinha ocorrendo no país desde a década de 1980; ii) analisar a evolução do sistema financeiro australiano, com particular ênfase nas mudanças tecnológicas; iii) recomendar a melhor estrutura para uma regulação financeira eficiente; e iv) recomendar formas de aprimoramento das disposições regulamentares vigentes. Um respeitado empresário australiano, Stan Wallis, presidiu o Comitê, que se tornou conhecido como o “Wallis Inquiry”. É interessante notar, a propósito, que o “Wallis Inquiry” não foi motivado por qualquer problema em particular ou mesmo por qualquer crise financeira. Na verdade, ele foi constituído em um momento de crescimento constante e relativa tranquilidade nos mercados financeiros australianos, o que fez com que a sua análise não estivesse sujeita a pressões tão comuns em momentos de turbulência. O modelo australiano, portanto, além de contar com os reguladores prudencial (Australian Prudential Regulation Authority – APRA) e de condutas (Australian Securities and Investment

qual um só órgão seria responsável pela regulação sistêmica, prudencial e de condutas de toda e qualquer atividade do sistema financeiro. Foi assim oficialmente justificada a adoção do modelo de regulador único:

*At the same time, it is clear that the distinctions between different types of financial institution – banks, securities firms and insurance companies – are becoming increasingly blurred. Many of today’s financial institutions are regulated by a plethora of different supervisors. This increases the cost and reduces the effectiveness of the supervision.*

*There is therefore a strong case in principle for bringing the regulation of banking, securities and insurance together under one roof. Firms now organise and manage their businesses on a group-wide basis. Regulators need to look at them in a consistent way. That would bring the regulatory structure closer into line with today’s increasingly integrated financial markets. It would deliver more effective and efficient supervision, giving both firms and customers better value for money, and would improve the competitiveness of the sector and create a regulatory regime to genuinely meet the challenges of the 21st century.*<sup>201</sup>

Além de unir as nove agências reguladoras então existentes, o modelo inglês adotado naquela oportunidade também esvaziou o papel

Commission – ASIC), ainda conta com um regulador concorrencial (Australian Competition and Consumer Commission – ACCC) e com a atuação do Banco Central daquele país (Reserve Bank of Australia), que remanesce responsável pela estabilidade sistêmica e pela estabilidade do sistema de pagamentos. O inteiro teor do “Wallis Report” está disponível em: <<http://fsi.treasury.gov.au/content/FinalReport.asp>>. Acesso em: 20 jun. 2014. Sobre o assunto, vale consultar também o documento elaborado pela ASIC para o seminário de comemoração do 30º aniversário da CVM: **The integration of financial regulatory authorities – The Australian experience**. Disponível em: <[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/integration-financial-regulatory-authorities.pdf/\\$file/integration-financial-regulatory-authorities.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/integration-financial-regulatory-authorities.pdf/$file/integration-financial-regulatory-authorities.pdf)>. Acesso em: 12 mar. 2014. Posteriormente, o modelo “Twin Peaks” também foi adotado na Holanda e, com algumas variações, na Espanha, na França e no Canadá.

200 Conforme Taylor e Fleming, esse modelo de regulação integrada em uma única instituição foi inicialmente adotado pela Noruega, em 1986, seguido pela Dinamarca, em 1988, e pela Suécia, em 1991 (TAYLOR, Michael W.; FLEMING, Alex. Integrated Financial Supervision Lessons of Scandinavian Experience. REINO UNIDO. Parliament of the United Kingdom. *Finance and Development Magazine* (Fundo Monetário Internacional - FMI). v. 36, n. 4, Dec. 1999. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/12/taylor.htm>>. Acesso em: 14 mar. 2014).

201 House of Commons. Research Paper 99/68. **Financial Services and Markets Bill**, 1999, p. 19. Disponível em: <<http://www.parliament.uk/documents/commons/lib/research/rp99/rp99-068.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2014.

do Banco da Inglaterra<sup>202</sup>, cujas funções de regulador bancário também foram transferidas para a *Financial Services Authority* (FSA) que, assim, passou a exercer todas as funções de regulação do mercado financeiro.

O modelo impressionava pela simplicidade, em especial se confrontado com o sistema regulatório vigente naquele país, até então altamente fragmentado, e pela série de vantagens que foram, à época, intensamente ressaltadas.

Nessa linha, sustentava-se que a estrutura regulatória seria mais eficiente na medida em que ela refletisse a própria estrutura dos mercados, nos quais as distinções entre atividades bancárias, de seguros e de valores mobiliários apresentavam-se cada vez mais turva. Assim, o regulador único poderia melhor monitorar toda a diversificada gama de atividades desempenhadas por uma mesma instituição financeira, podendo identificar, mais facilmente, potenciais riscos que emergissem dessas distintas atividades<sup>203</sup>.

Haveria também economias de escala e escopo, que representariam ganhos de eficiência, evitando-se, ademais, eventuais e desnecessárias sobreposições. Nesse sentido, Briault ressaltava:

*Economies of scale and scope should arise because a single regulator can take advantage of a single set of central support services (human resources, information services, financial control, premises etc.); introduce a unified statistical reporting system for regulated firms; operate a single database for the authorisation of firms and the approval/registration of individuals; avoid unnecessary duplication or overlap across multiple specialised regulators; introduce a consolidated set of rules and guidance; tackle problems of co-ordination, co-operation and communication more*

202 A reforma regulatória proposta pelo Partido Trabalhista inglês, que estava alijado do governo desde 1979, não era exatamente surpreendente, notadamente diante do colapso do banco Barings em 1995. O que pareceu, de fato, inesperado e surpreendente foi não apenas a sugestão, até então não considerada, de um regulador único, mas a forma como foi levada a efeito, inclusive porque o Banco da Inglaterra sequer foi consultado a respeito do assunto. Sobre o tema e sobre as consequências políticas da mudança de governo no Reino Unido, vale consultar RAWNSLEY, Andrew. **Servants of the People: The Inside Story of New Labour**. Penguin Books, 2001.

203 Nesse sentido, o modelo inglês também atraiu comentários favoráveis do FMI, conforme nota divulgada pela instituição em março de 1999 (Public Information Notice – PIN n. 99/17). Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/1999/pn9917.htm>>. Acesso em: 18 jun. 2014.

*effectively within a single entity and under a unified management structure than might be possible across separate specialist entities; offer a single point of contact to both regulated firms and to consumers (through a single complaints handling regime and a single compensation scheme); and adopt a more effective and focused approach to areas of common interest to most regulated financial activities.*<sup>204</sup>

Outro argumento teórico favorável ao modelo de regulador único era no sentido de que ele ofereceria vantagens em termos de consistência regulatória e de comunicação e coordenação entre as diversas funções reguladoras, na medida em que tudo se daria no âmbito de uma mesma instituição que, assim, comungaria, inclusive, da mesma abordagem cultural, organizacional e operacional, o que não ocorreria entre diferentes agências reguladoras.

Na prática, contudo, o modelo não parecia funcionar tão perfeitamente quanto a teoria, em tese, indicava. Nesse sentido, diversos trabalhos, inclusive da própria FSA, identificaram, em mais de uma oportunidade, significativos problemas de comunicação entre os diferentes departamentos daquela mesma agência reguladora<sup>205</sup>. Demonstrou-se, assim, que falhas de coordenação não ocorrem apenas entre diferentes órgãos reguladores, mas também entre distintos departamentos de uma mesma entidade<sup>206</sup>.

Mas, não é só. Diversos outros argumentos também colocam em dúvida a efetividade do modelo de regulador único. Nesse diapasão, Goodhart *et al.* sustentam que, embora as tradicionais distinções entre

204 BRIAULT, Clive. **The Rationale For a Single National Financial Services Regulator**. FSA, Occasional Paper 2, 1999, p. 18. Disponível em: <<http://www.betterregulation.com/external/OP2%20The%20Rationale%20for%20a%20Single%20National%20Financial%20Services%20Regulator.pdf>>. Acesso em: 19 jun. 2014.

205 Como, por exemplo: (i) Comunicado n. 57/2001. **Parliamentary Ombudsman to Investigate Financial Services Authority's Handling of Equitable Life** (Oct. 29, 2001). Disponível em: <<http://ombudsman.org.uk/pca/press/pn57-01.html>>. Acesso em: 19 jun. 2014; (ii) Comunicado da Associação dos Bancos Britânicos. **BBA/LIBA Response to Consultation Paper 97 – The Integrated Prudential Sourcebook** (Jan. 17, 2002). Disponível em: <<http://www.bba.org.uk/public/newsroomi35451/42733/45188?version=1>>. Acesso em: 20 jun. 2014.

206 FERRAN, Eilís. **Examining The United Kingdom's Experience in Adopting The Single Financial Regulator Model**. Brook. J. Int'l L. v. 28, n. 2, p. 284. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 28 fev. 2014.

os setores bancário, de seguros e de valores mobiliários estivessem mais tênues, ainda havia significativas diferenças na natureza dos negócios e nos tipos de contratos celebrados em cada um desses segmentos, o que faria com que a regulação prudencial ou de condutas de cada um deles fosse necessariamente distinta, de modo que haveria pouco ou nenhum ganho de eficiência na união regulatória<sup>207</sup>.

Taylor, por outro lado, ressalta as profundas distinções de técnicas e estilos aplicáveis à regulação prudencial e à regulação de condutas<sup>208</sup>. Assim, uni-las em uma só instituição, além de gerar uma enorme concentração de poder, daria ensejo a significativos conflitos entre as políticas regulatórias, os quais costumam ser resolvidos em favor da função que apresenta maior apelo público e político e que, segundo ele, seria a regulação de condutas destinada à proteção do consumidor<sup>209</sup>.

Na mesma linha de ideias, o regulador único poderia não ter um foco claro nos objetivos da regulação e, assim, poderia não levar em consideração as necessárias diferenciações entre as distintas atividades sujeitas à sua competência.

<sup>207</sup> Por essa mesma razão, como é fácil perceber, Goodhart *et al.* também criticam o modelo "Twin Peaks": "the Twin Peaks model is too all embracing and does not recognise the significant differences between institutions and types of business with respect to both prudential and conduct of business regulation". Assim, propõem um sistema alternativo, no qual a regulação prudencial dos bancos deveria ser separada da regulação prudencial das demais instituições financeiras. Assim, e embora a abordagem seja semelhante à de Taylor em termos de foco nos objetivos da regulação financeira, propõem a adoção de outra estrutura institucional, uma matriz regulatória, na qual o sistema comportaria, em resumo, a seguinte divisão: 1) Regulador Sistêmico (responsável pela regulação bancária); 2) Regulador Prudencial; 3) Regulador de Condutas para todos os serviços e produtos financeiros oferecidos ao público de varejo; 4) Regulador de Condutas para todos os serviços e produtos financeiros disponibilizados apenas a profissionais de mercado; 5) Entidade autorreguladora para as bolsas de valores; e um 6) Regulador concorrencial. Para aprofundamento no assunto, vale consultar GOODHART, Charles *et al.* **Financial Regulation: Why, how and where now**. Londres: Routledge, 1998, p. 159-173.

<sup>208</sup> Nesse sentido, por exemplo, a constante tensão entre o sigilo muitas vezes necessário no âmbito de uma regulação de cunho prudencial e a natural e histórica inclinação do regulador de condutas à divulgação de informações.

<sup>209</sup> "The function that receives the greatest emphasis will be that having the greatest political saliency: this means that in normal times, when bank failures are rare, consumer protection regulation is likely to be the main focus of agency attention" (TAYLOR, Michael W. **The Road From "Twin Peaks" – And The Way Back**, p. 90. Disponível em: <<http://insurancejournal.org/wp-content/uploads/2011/07/Abstract-2.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2014).

Também seria questionável se a existência de um único regulador representaria, de fato, economias de escala. De alguma forma, e como argumentam Goodhart *et al.*, as mesmas razões que rejeitam os monopólios em geral também podem ser utilizadas para rechaçar a existência de um regulador monopolista:

*The economics literature demonstrates quite clearly that diseconomies of scale can also arise in some circumstances. Put another way, X-inefficiencies may arise in a monopolist regulator. It is not self-evident that a single mega regulator would in practice be more efficient than a series of specialist regulators with clearly defined objectives.*<sup>210</sup>

Seria, portanto, saudável a existência de algum grau de competição e de alguma diversidade regulatória, sendo possível extrair distintas lições e experiências das diferentes abordagens.

Nessa linha, Stiglitz é até mais enfático, indo de encontro à boa parte da literatura econômica ao sustentar, inclusive, que os custos de uma eventual duplicação regulatória seriam menores do que aqueles gerados por uma falha regulatória. Em artigo escrito após a crise financeira de 2008, ele afirma que quanto maior a probabilidade de falha regulatória, maior valor terá a existência de um sistema que conte com múltiplos reguladores. E continua:

*This argument for multiple oversight seems to run contrary to the conventional wisdom of unifying regulatory structures. There is a simple reason for the difference. The conventional wisdom is based on a simplistic model that does not recognize the risk [...] of regulatory failure. In such a world, of course, duplication represents a waste of resources (both on the side of government and on the part of the regulated party, in terms of compliance costs). There are further problems: There is a risk of lack of congruence of the regulations. But this lack of congruence makes the point that if all regulators had exactly the same objective and the same information, they would presumably impose the same regulations. It is differences in objectives and information that lead to differences in regulations and different emphases in enforcement. As we noted, the current crisis makes clear that the costs of duplication pale in comparison to the costs of regulatory failure.*<sup>211</sup>

<sup>210</sup> GOODHART, Charles *et al.* **Financial Regulation: Why, how and where now**. Londres: Routledge, 1998, p. 154.

<sup>211</sup> STIGLITZ, Joseph E. Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation. In: BALLEISEN, Edward J.; MOSS, David A. (Ed.). **Government and Markets: Toward a New Theory of Regulation**. Cambridge: University Press, 2010, p. 37.



Como resulta nítido, a crise financeira da última década reanimou os debates em torno da estrutura institucional de regulação financeira. O chamado “Grupo dos 30”<sup>212</sup>, aliás, recomendou em seu Relatório que os países deveriam reavaliar as suas respectivas estruturas regulatórias “with a view to eliminating unnecessary overlaps and gaps in coverage and complexity, removing the potential for regulatory arbitrage, and improving regulatory coordination”<sup>213</sup>.

No Reino Unido, por exemplo, o colapso do Northern Rock Bank desencadeou uma série de iniciativas reformistas<sup>214</sup>, as quais, ao final, deram ensejo à adoção naquele país, em 2013, do modelo proposto por Taylor quinze anos antes.

Como reconheceu o último presidente da FSA, Adair Turner, as práticas regulatórias daquela agência resultaram em um balanceamento inadequado entre a regulação de condutas e a regulação prudencial, no qual “with the benefit of hindsight, now appears biased towards the former”<sup>215</sup>.

E tal situação revelou-se especialmente presente no caso dos financiamentos imobiliários do Northern Rock, apontados como o gatilho da crise britânica. Como relata Taylor, o banco foi alvo de diversas iniciativas de supervisão da FSA no que tange à proteção do consumidor (ações adotadas no âmbito do programa conhecido como *treating customers fairly*). A supervisão prudencial, contudo, e notadamente no que tange à adequação de capital e à liquidez da instituição financeira, acabou sendo

relegada a segundo plano, como a própria FSA reconheceu posteriormente<sup>216</sup>, concretizando, assim, a crítica anunciada por Taylor ainda antes da adoção do modelo de regulador único naquele país.

A estrutura institucional atualmente adotada no Brasil parece desafiar, em alguma medida, a premissa do modelo “*Twin Peaks*”, segundo a qual – e como visto acima – a regulação prudencial e a regulação de condutas não deveriam ser conduzidas por uma mesma entidade.

Embora não haja aqui nada parecido com o modelo de regulador único, o fato é que, do ponto de vista do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especialmente a partir da reforma da Lei n. 6.385/1976 pela Lei n. 10.303/2001 – que incluiu os fundos de investimento e todos os mercados derivativos dentre as competências da Autarquia – vem cada vez mais se imiscuindo em uma regulação de caráter prudencial e sistêmica, apesar de sua natural e histórica vocação para a regulação de condutas.

Nessa linha, aliás, o Planejamento Estratégico divulgado pela CVM para o decênio 2013-2023 revela o reconhecimento pela Autarquia da necessidade de a sua atividade regulatória estar cada vez mais propensa a “questões relacionadas à instabilidade econômica internacional e a crises financeiras”<sup>217</sup>. A conclusão da CVM é muito clara no sentido de que a Autarquia deve incrementar a sua capacidade de dialogar com esse novo arcabouço conceitual, que passa a envolver, especialmente, questões de risco<sup>218</sup> e uma avaliação mais refinada do perímetro regulatório<sup>219-220(p.seg.)</sup>.

212 O Grupo dos Trinta é uma organização internacional privada, sem fins lucrativos, formada por representantes de diversos setores, públicos e privados, e que se destina ao estudo e à pesquisa de assuntos relacionados à economia e ao mercado financeiro. Para maiores informações sobre o Grupo dos Trinta, consultar: <<http://www.group30.org/>>.

213 GROUP OF THIRTY. **Financial Reform: A Framework for Financial Stability**, 2009. Disponível em: <<http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>>. Acesso em: 14 mar. 2014.

214 Nesse sentido, vale citar o documento elaborado pelo Tesouro britânico: HM TREASURY. **A new approach to financial regulation: judgement, focus and stability**. Disponível em: <[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/81389/consult\\_financial\\_regulation\\_condoc.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/81389/consult_financial_regulation_condoc.pdf)>. Acesso em: 06 mar. 2014.

215 Financial Stability Authority. **The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis**. March 2009, p. 87. Disponível em: <[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)>. Acesso em: 14 mar. 2014.

216 “[S]ome of the fundamentals of work on assessing risks in firms (notably some of the core elements related to prudential supervision, such as liquidity) have been squeezed out”. Financial Stability Authority **Internal Audit Division. The Supervision of Northern Rock: A Lessons Learned Review**. Março, 2008, p. 36. Disponível em: <[http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/nr\\_report.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/nr_report.pdf)>. Acesso em: 19 jun. 2014.

217 Brasil. CVM. **Planejamento Estratégico: Construindo a CVM de 2023**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/planejamento/Plano%20Estrategico/Planejamento\\_estrategico\\_CVM\\_2013\\_2023.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/planejamento/Plano%20Estrategico/Planejamento_estrategico_CVM_2013_2023.pdf)>. Acesso em: 01 jul. 2014.

218 A propósito, a CVM reconhece também o aumento de suas preocupações não apenas com questões de cunho mais transacional, “mas também com assuntos relacionados, preponderantemente, com a estabilidade dos mercados como um todo” (*Ibidem*). Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/planejamento/Plano%20Estrategico/Planejamento\\_estrategico\\_CVM\\_2013\\_2023.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/planejamento/Plano%20Estrategico/Planejamento_estrategico_CVM_2013_2023.pdf)>. Acesso em: 01 jul. 2014).

219 Sobre o tema, a Autarquia alude à discussão atual sobre *shadow banking*, a qual, segundo ela, “ainda representa um claro desafio para a CVM, uma vez que tende a impor, em relação a diversos temas, uma racionalidade até hoje típica da regula-

Sendo assim, parece necessário analisar essa abordagem regulatória e quais seriam os limites da intervenção prudencial e sistêmica da CVM. Nesse sentido, serão examinadas no Capítulo III as principais medidas adicionais ao método tradicional de regulação pela informação, o impacto dessas medidas na atuação dos intermediários financeiros e o papel da CVM e de sua interação com o Banco Central do Brasil (BCB).

Por ora, e uma vez analisadas as principais formas de organização estrutural da regulação financeira, é possível concluir, em linha com o que se afirmou ao início da análise, que, embora não se possa superestimar a importância da estrutura institucional de regulação, por outro lado, também não se pode olvidar que ela, se não for adequada, pode, de fato, impactar negativamente a efetividade do sistema regulatório.

Há diversos arranjos institucionais possíveis e cada um deles apresenta pontos positivos e negativos. O modelo ótimo para um país pode ser diferente do outro, devendo, como visto acima, ser considerados não apenas o tamanho, mas também as respectivas estruturas dos diversos sistemas financeiros, a evolução histórica específica, além das tradições políticas e jurídicas de determinada nação<sup>221</sup>.

ção bancária. Neste ponto, impõe-se discutir ainda mais a forma pela qual a CVM participará de todos os debates, nos níveis doméstico e internacional, a respeito do assunto, assim como, antes de tudo, o seu posicionamento estratégico" (*Ibidem*). Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/planejamento/Plano%20Estrategico/Planejamento\\_estrategico\\_CVM\\_2013\\_2023.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/planejamento/Plano%20Estrategico/Planejamento_estrategico_CVM_2013_2023.pdf)>. Acesso em: 01 jul. 2014).

220 E tal se dá com supedâneo nas diferentes iniciativas internacionais acerca do tema, as quais, a par da discussão relacionada à estrutura institucional de cada país, reconhecem o inexorável risco sistêmico relacionado ao mercado de capitais, e como consequência, a necessidade de um atento olhar do órgão regulador também para este ponto. A divulgação pela IOSCO da segunda edição do *Securities Markets Risks Outlook*, já citado acima, é sintomática nesse sentido.

221 Nesse sentido, por exemplo, Taylor reconhece que o modelo de regulador único pode ser adequado para países menores: "There continues to be a case for single regulatory agencies in comparatively small countries where the economies of scale gains are significant. It is expensive to establish regulatory agencies with their associated support services and infrastructure, and therefore minimizing overhead costs is a worthwhile ambition. However, in larger countries, especially those with a large and complex financial system, any potential efficiency gains are far outweighed by the inefficiencies of combining too many regulatory functions in a single agency" (TAYLOR, Michael W. *The Road From "Twin Peaks" – And The Way Back*, p. 89. Disponível em: <<http://insurancejournal.org/wp-content/uploads/2011/07/Abstract-2.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2014).

Assim, sequer é possível afirmar que haja uma tendência dos países para adoção de um ou outro modelo institucional de regulação financeira<sup>222</sup>. Embora existam diversos estudos nesse sentido<sup>223</sup>, é preciso analisá-los com cautela, na medida em que a realidade, muitas vezes,

222 Nos EUA, por exemplo, além dos reguladores tradicionais, em âmbito federal e estadual (*Federal Reserve System, Securities and Exchange Commission – SEC, Commodities Futures Trading Commission – CFTC*, além da *National Association of Insurance Commissioners – NAIC*, que reúne os diversos reguladores estaduais de seguros), segmentados por tipo de mercado, foi criado o *Financial Stability Oversight Council (FSOC)*, que deverá identificar as instituições financeiras sistemicamente relevantes e submetê-las à regulação prudencial semelhante à dos bancos, e o *Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)*, uma agência executiva dentro da estrutura do *Federal Reserve System*, e que é responsável por supervisionar e fiscalizar o cumprimento das leis consumeristas no âmbito do mercado financeiro como um todo, "in an effort to ensure that consumers are provided with understandable information about financial products, to enhance their financial literacy, and to protect them from abusive practices" (ACHARYA, Viral V. *et al. Regulating Wall Street: the Dodd-Frank Act and the new architecture of global finance*. New Jersey: John Wiley, Hoboken, 2010, p. 75). No âmbito da União Europeia, por outro lado, foram criadas quatro diferentes autoridades supervisoras, uma para cada um dos três segmentos do sistema financeiro e outra para monitorar o risco sistêmico: a *Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (European Banking Authority) (EBA)*, a *Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (European Securities and Markets Authority) (ESMA)*, a *Comitê Europeu de Risco Sistêmico (European Insurance and Occupational Pensions Authority) (EIOPA)* e o *European Systemic Risk Board (ESRB)*. Recentemente, aliás, o Parlamento Europeu deu mais um passo no sentido de unificação regulatória, ao aprovar o sistema que se convencionou chamar de "Mecanismo Único de Supervisão" (*Single Supervisory Mechanism – SSM*), o qual entrará em vigor em novembro de 2014. Segundo o Memorando n. 14/294 da Comissão Europeia, de 15 de abril de 2014 (MEMO/14/294), o Banco Central Europeu passará a ter poder de supervisão de todos os seis mil bancos da zona do Euro: "[...] as of November 2014, the European Central Bank (ECB) will be the supervisor of all 6000 banks in the euro area in the framework of the Single Supervisory Mechanism (MEMO/13/780). In order to ensure that the ECB has a clear view of the situation of banks it supervises from the outset, a comprehensive assessment of banks' financial health is currently being carried out" (EUROPEAN COMMISSION, MEMO/14/294: **Banking union: restoring financial stability in the Eurozone**. Disponível em: <[http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-14-294\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-294_en.htm)>. Acesso em: 26 jun. 2014).

223 Por exemplo: (i) LUNA MARTINEZ, Jose; ROSE, Thomas A. **International Survey of Integrated Financial Sector Supervision**, World Bank Policy Research Working Paper 3096, Washington, July, 2003. Disponível em: <<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-3096>>. Acesso em: 25 jun. 2014; (ii) FREYTAG, Andreas; MASCIANDARO, Donato. **Financial Supervision Fragmentation and Central Bank Independence: The Two Sides of the Same Coin?** Friedrich-Schiller-Universität Jena, 2005. Disponível em: <<http://www.wiwi.uni-jena.de/Papers/wp-sw1405.pdf>>. Acesso em: 25 jun. 2014; (iii) ALBRECHT, William P.; BRONFMAN, Corinne; MESSENHEIMER, Harold C. "Regulatory Regime: The Interdependence of Rules and Regulatory Structure". In: LO, Andrew W. (Org.). **The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry**. The University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research, 1996.

não é exatamente equivalente à fria descrição dos modelos regulatórios. Além do mais, mesmo estruturas aparentemente semelhantes, comportam variados graus de coordenação, cooperação e troca de informações entre as diversas instituições responsáveis pela regulação financeira, o que, como se sabe, pode gerar significativas diferenças, ou mesmo distorções, nos modelos estruturalmente organizados.

Acima de tudo, o que parece mais importante é o que o regulador faz, e não exatamente o que ele é. Uma estrutura institucional apropriada é, certamente, de grande valia, mas ela, por si só, não é garantia de uma boa regulação. É como resume Llewellyn: “*It is the conduct of regulation and supervision rather than institutional structure that really matters: what the regulator does (the style, approach and intensity of regulation and supervision) is more important than who the regulator is!*”<sup>224</sup>.

Portanto, e independentemente do modelo institucional adotado, é imprescindível que haja (i) uma clara definição dos objetivos da regulação – o que pressupõe o correto entendimento da sua racionalidade; (ii) poderes adequados para implementação desses objetivos; (iii) coerência e coordenação entre os diversos agentes reguladores, inclusive do ponto de vista internacional<sup>225</sup>, minimizando, assim, os efeitos da arbitragem regulatória; (iv) sindicabilidade dos órgãos reguladores; e (v) *enforcement*.

Claro que tudo isso também não será suficiente se não houver regras adequadas e, principalmente, um regime de incentivos adequado, sujeito

à constante revisão, que também seja capaz de reduzir as externalidades, de mitigar o *moral hazard* e os problemas de agência, além de reduzir os – talvez inevitáveis – vácuos regulatórios ou os espaços para arbitragem regulatória.

A estrutura perfeita talvez seja utópica, mas estudar e compreender os sistemas existentes com vistas a organizar e implementar a melhor estrutura possível parece ser o único caminho não apenas para evitar a ocorrência de crises, mas para, ao menos, tentar reduzir os custos econômicos e sociais delas decorrentes.

224 LLEWELLYN, David T. **Institutional Structure of Financial Regulation: The Basic Issues**. Paper presented at World Bank seminar Aligning Supervisory Structures with Country Needs. Washington, DC, Dezembro 2003, p. 31. Disponível em: <<http://siteresources.worldbank.org/INTTOPCONF6/Resources/20572921162909660809/F2FlemmingLlewellyn.pdf>>. Acesso em: 17 jun. 2014.

225 É interessante notar, a propósito, que apesar de todo o esforço internacional que vem sendo envidado, recente pesquisa da IOSCO, aqui já referida, indica que a agenda internacional de reformas regulatórias tem gerado uma percepção de incerteza para o mercado: “*Finally, looking deeper, the responses indicate that the international regulatory reform agenda is creating uncertainty. Respondents attribute the main reasons for this to the gaps in the international framework caused by national protectionism and the lack of international coordination, without the requisite economic/impact analysis*” (**A Survey of Securities Markets Risk Trends 2014**, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, Junho de 2014, p. 24. Disponível em: <<http://www.iosco.org/research/pdf/swp/SWP5.pdf>>. Acesso em: 20 jun. 2014).