

Mercado
Financeiro e
de Capitais

Diogo R. Coutinho
Jean-Paul Veiga da Rocha
Mario G. Schapiro
COORDENADORES

CÂMBIO
Contratos públicos

DIREITO *Infraestrutura*
investimentos

ECONÔMICO

RISCOS Relações
público-privadas **ATUAL**

Arbitragem

Colaboradores

Barbara Rosenberg
Bruno Bastos Becker
Bruno Meyerhof Salama
Caio Mario da Silva Pereira Neto
Carlos Ari Sundfeld
Carlos Eduardo Bergamini Cunha
Diogo R. Coutinho
Fernando Herren Aguillar
Floriano de Azevedo Marques Neto
José Carlos da Matta Berardo
José Maria Arruda de Andrade
Leonor Cordovil

Luciano de Souza Godoy
Marcos Cavalcante de Oliveira
Mario Engler Pinto Junior
Mario G. Schapiro
Mateus Piva Adami
Otavio Yazbek
Paulo Todescan Lessa Mattos
Pedro S. B. Mouallem
Renata Mantovani de Lima
Ricardo Motta
Vinicius Marques de Carvalho

Serviços Públicos

Yazbek Advogados



8 0 2



- ▄ A EDITORA FORENSE se responsabiliza pelos vícios do produto no que concerne à sua edição (impressão e apresentação a fim de possibilitar ao consumidor bem manuseá-lo e lê-lo). Nem a editora nem o autor assumem qualquer responsabilidade por eventuais danos ou perdas a pessoa ou bens, decorrentes do uso da presente obra.

Todos os direitos reservados. Nos termos da Lei que resguarda os direitos autorais, é proibida a reprodução total ou parcial de qualquer forma ou por qualquer meio, eletrônico ou mecânico, inclusive através de processos xerográficos, fotocópia e gravação, sem permissão por escrito do autor e do editor.

Impresso no Brasil – *Printed in Brazil*

- ▄ Direitos exclusivos para o Brasil na língua portuguesa

Copyright © 2015 by

EDITORA FORENSE LTDA.

Uma editora integrante do GEN | Grupo Editorial Nacional

Rua Dona Brígida, 701, Vila Mariana – 04111-081 – São Paulo – SP

Tel.: (11) 5080-0770 / (21) 3543-0770 – Fax: (11) 5080-0714

metodo@grupogen.com.br | www.editorametodo.com.br

- ▄ O titular cuja obra seja fraudulentamente reproduzida, divulgada ou de qualquer forma utilizada poderá requerer a apreensão dos exemplares reproduzidos ou a suspensão da divulgação, sem prejuízo da indenização cabível (art. 102 da Lei n. 9.610, de 19.02.1998). Quem vender, expuser à venda, ocultar, adquirir, distribuir, tiver em depósito ou utilizar obra ou fonograma reproduzidos com fraude, com a finalidade de vender, obter ganho, vantagem, proveito, lucro direto ou indireto, para si ou para outrem, será solidariamente responsável com o contrafator, nos termos dos artigos precedentes, respondendo como contrafatores o importador e o distribuidor em caso de reprodução no exterior (art. 104 da Lei n. 9.610/98).

- ▄ Capa: Danilo Oliveira

- ▄ CIP – Brasil. Catalogação-na-fonte.
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

R722d

Coutinho, Diogo R.

Direito econômico atual / Coordenação Diogo R. Coutinho, Jean-Paul Veiga da Rocha, Mario G. Schapiro. – Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: MÉTODO: 2015.

Inclui bibliografia

ISBN 978-85-309-6647-8

1. Direito financeiro – Brasil. 2. Direito econômico – Brasil. I. Coutinho, Diogo R. II. Rocha, Jean-Paul Veiga da. III. Schapiro, Mario G. IV. Título. V. Série.

15-24380

CDU: 346(81)

COORDENADORES

Diogo R. Coutinho

Professor da Faculdade de Direito da USP. Mestre em Regulação pela London School of Economics and Political Science (LSE). Doutor e Livre-Docente em Direito pela USP. Ex-professor visitante do Center for Transnational Legal Studies (CTLS).

Jean-Paul Veiga da Rocha

Professor da Faculdade de Direito da USP. Doutor em Direito pela USP. Ex-pesquisador do Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (Cebrap) e ex-pesquisador visitante na Yale Law School e na London School of Economics and Political Science (LSE).

Mario G. Schapiro

Professor da FGV Direito SP. Coordenador do Mestrado Acadêmico da FGV Direito SP. Mestre e Doutor pela Faculdade de Direito da USP, com Pós-doutorado pela NYU School of Law – Hauser Global Program.

SUMÁRIO

PARTE 1

RELAÇÕES PÚBLICO-PRIVADAS

1. CONTRATOS PÚBLICOS DE INFRAESTRUTURA CARLOS ARI SUNDFELD.....	3
2. O EQUILÍBRIO ECONÔMICO-FINANCEIRO NOS CONTRATOS ADMINISTRATIVOS DE CONCESSÃO RODOVIÁRIA E O CASO DOS RISCOS INSEGURÁVEIS FLORIANO DE AZEVEDO MARQUES NETO E CARLOS EDUARDO BERGAMINI CUNHA.....	19
3. CONTRATAÇÃO INTEGRADA PARA DRAGAGEM DO PORTO DE SANTOS – ESTUDO DE CASO MARIO ENGLER PINTO JUNIOR	41
4. INOVAÇÃO COMO FALHA DE MERCADO E AS RESPOSTAS DO DIREITO MARIO G. SCHAPIRO	65
5. GARGALOS JURÍDICO-INSTITUCIONAIS À INOVAÇÃO NO BRASIL DIOGO R. COUTINHO E PEDRO S. B. MOUALLEM	85
6. ARBITRAGEM NAS LIDES DE RELAÇÕES PÚBLICO-PRIVADAS LUCIANO DE SOUZA GODOY	121

PARTE 2

REGULAÇÃO E CONCORRÊNCIA

7. DEFESA DA CONCORRÊNCIA E COMBATE À CORRUPÇÃO VINÍCIUS MARQUES DE CARVALHO	141
---	-----

8. SERVIÇOS EDUCACIONAIS SÃO SERVIÇOS PÚBLICOS? FERNANDO HERREN AGUILLAR E RENATA MANTOVANI DE LIMA	159
9. ARGUMENTAÇÃO JURÍDICA E TEORIA DAS PROVAS NO DIREITO DA CONCORRÊNCIA JOSÉ MARIA ARRUDA DE ANDRADE	177
10. APONTAMENTOS INTRODUTÓRIOS SOBRE O CONTROLE DE CONCENTRAÇÕES ECONÔMICAS NA LEI BRASILEIRA BARBARA ROSENBERG, JOSÉ CARLOS DA MATTA BERARDO E BRUNO BASTOS BECKER	203
11. COOPERAÇÃO ENTRE COMPETIDORES E RESTRIÇÃO À CONCORRÊNCIA: O CASO DAS INVESTIGAÇÕES DE DEFESA COMERCIAL LEONOR CORDOVID E RICARDO MOTTA	227
12. ESTRUTURAS ALTERNATIVAS PARA LIDAR COM LIMITAÇÕES REGULATÓRIAS DE CONTROLE SOCIETÁRIO: ALGUNS EXEMPLOS DO SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES CAIO MARIO DA SILVA PEREIRA NETO E MATEUS PIVA ADAMI	245

PARTE 3

MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

13. REGULAÇÃO FINANCEIRA APÓS A CRISE OTAVIO YAZBEK	275
14. INSEGURANÇA JURÍDICA, RISCOS E CAOS JUDICIAL MARCOS CAVALCANTE DE OLIVEIRA.....	297
15. INSTITUIÇÕES E INVESTIMENTOS NO CAPITALISMO BRASILEIRO PAULO TODESCAN LESSA MATTOS	321
16. CONTROLES DE CÂMBIO NO BRASIL: TEORIA E PRÁTICA BRUNO MEYERHOF SALAMA.....	355

PARTE 1

Relações Público-Privadas

13

REGULAÇÃO FINANCEIRA APÓS A CRISE

OTAVIO YAZBEK

Doutor em Direito Econômico pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Professor do Programa de Educação Continuada e Especialização em Direito GVLaw. Ex-Diretor da Comissão de Valores Mobiliários (2009-2013). Membro do Standing Committee on Supervisory and Regulatory Cooperation do Financial Stability Board (2009-2013). Advogado.

Sumário: 1. Introdução – 2. Alguns conceitos básicos – mercado bancário e mercado de capitais – 3. Os processos de inovação financeira e seus efeitos – 4. A crise financeira e algumas das constatações que dela decorrem – 5. Os desafios da regulação financeira: 5.1. A necessidade de coordenação internacional; 5.2. Critérios para a distribuição de competências entre reguladores; 5.3. O advento da perspectiva macroprudencial – Bibliografia.

1. INTRODUÇÃO

A crise que se iniciou em 2008 foi, para os reguladores financeiros, mais do que geradora de desafios tópicos destinados a atender a algumas novas necessidades – ela representou, na verdade, o rompimento de alguns paradigmas que vinham norteando as atividades de regulação de mercado.

Assim, se, por um lado foi necessário, por exemplo, repensar o regime de operações de securitização ou dos derivativos de crédito e rediscutir as regras de capital ou aquelas que tratam da liquidação de instituições financeiras, também surgiram desafios que se poderia caracterizar como mais “macro”. Evidenciou-se,

uma vez mais, que com o caráter globalizado das relações financeiras, um arcabouço regulatório fragmentado, marcado por diferenças históricas e de tradição jurídica, poderia trazer estímulos inadequados aos agentes de mercado e alguns significativos riscos. Da mesma maneira, diferenças que antes justificavam a especialização dos reguladores mostraram-se frágeis – o mercado de capitais e o mercado bancário estão mais interligados hoje do que jamais estiveram, o que altera profundamente aquilo que antes se entendia por risco sistêmico, com o reconhecimento de novas possíveis ameaças à estabilidade financeira.

O presente artigo explorará alguns desses desafios, chamando a atenção para certas encruzilhadas que se apresentam para as atividades de regulação financeira. Antes de ingressar em tais discussões, porém, ele trará, nas próximas duas seções, alguns pressupostos conceituais importantes.

2. ALGUNS CONCEITOS BÁSICOS – MERCADO BANCÁRIO E MERCADO DE CAPITALIS

Um dos pressupostos em que as atividades de regulação financeira têm se apoiado, nas últimas décadas, é o de uma relativa especialização dentro do mercado financeiro, a partir de campos mais ou menos segregados, sujeitos a formas de organização e a modelos de prestação de serviços próprios. É importante iniciar a presente análise por esse arcabouço e pelo processo a partir do qual, nos últimos anos (e antes mesmo da eclosão da crise financeira), ele foi se erodindo.

A rigor, o mercado financeiro é integrado pelos mercados bancário, de capitais, securitário e previdenciário. Para os fins da presente exposição e da definição que na sequência se apresentará, serão deixados de lado os mercados de seguros e de previdência, que, a despeito de provedores de inovações financeiras e de albergarem alguns dos principais investidores institucionais (as seguradoras e os fundos de pensão), enquadram-se apenas parcialmente nos modernos debates sobre os destinos da regulação financeira. Será dado especial destaque, então, ao mercado bancário e ao mercado de capitais, que ilustram de forma bastante adequada aquilo de que se irá tratar.

Com um certo grau de simplificação, é possível definir mercado financeiro como o mercado em que, com base em determinados arranjos institucionais e modelos negociais, se promove o encontro entre os agentes detentores de poupança (ou agentes superavitários, com recursos disponíveis para investir) e os agentes que, por qualquer motivo, precisem de recursos para desenvolver as suas atividades (os agentes deficitários).

Dentro dessa definição tão ampla cabem tanto as atividades bancárias típicas, baseadas em vínculos contratuais entre os bancos e seus clientes, como se verá, como também relações econômicas diversas incorporadas a instrumentos finan-

ceiros negociáveis. Com efeito, a negociabilidade dos instrumentos financeiros acabou por se tornar um dos mais importantes elementos nos processos recentes de inovação, por criar a possibilidade de os agentes econômicos administrarem mais eficientemente os riscos assumidos em suas operações – em tese, um instrumento negociável pode ser alienado em mercado em caso de necessidade, ainda que com alguma perda.

Mas ao mesmo tempo em que o setor financeiro permite essa movimentação de recursos entre poupadores e aqueles que precisam dos recursos, ele é também usado para outros fins – a maior parte dos riscos assumidos pelos agentes econômicos assume uma dimensão financeira, afinal. Assim, o mercado financeiro acaba por abarcar produtos destinados à administração de riscos diversos, como ocorre, por exemplo, com os contratos de seguro.

Outro exemplo reside nos famosos contratos derivativos, como os termos, os contratos futuros, as opções e os *swaps* (para referir apenas os instrumentos mais tipicamente usados no Brasil). O mercado de derivativos (como o de seguros) destina-se não tanto àquela transferência institucionalizada de recursos, mas muito mais a permitir que os agentes expostos a riscos futuros (os “riscos de mercado”, que envolvem oscilações de preços ou taxas), possam proteger-se, “travando” as variáveis sujeitas a volatilidade (ou seja, fazendo *hedge*).

Assim, é possível definir o mercado financeiro, ainda em sentido bastante amplo, como aquele mercado em que “*são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando, fundamental mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas*” (Yazbek, 2009, p. 125). E, nas sociedades contemporâneas, marcadas por uma cada vez maior “financeirização” das relações econômicas em geral, cada vez mais necessidades econômicas vêm sendo atendidas a partir da criação de novos produtos financeiros.

No entanto, o arcabouço conceitual utilizado pelos reguladores em geral não parece reconhecer essas transformações e seus efeitos em sua inteireza. A despeito do progressivo abarcamento de novos produtos pelas competências regulatórias (o que geralmente vem após algum escândalo), não se reconhecem, usualmente, alguns dos efeitos mais profundos dos processos de inovação. De um modo geral, o debate pré-crise em vários países permanecia atrelado àquela função de canalização de recursos. E, uma vez identificada essa função, o passo seguinte reside em se identificarem duas diferentes espécies de mercado financeiro: uma delas é o que podemos caracterizar como um “mercado financeiro em sentido estrito”; a outra é o “mercado de capitais”.

O “mercado financeiro em sentido estrito” corresponde ao mercado bancário propriamente dito. Nele, a canalização da poupança é efetuada por um intermediário que atua necessariamente na qualidade de contraparte, se interpondo entre o inves-

tidor e o destinatário dos recursos. Esta é, aliás, a forma mais típica de se descrever o papel das instituições bancárias – elas captam recursos (por meio sobretudo de depósitos bancários, remunerados ou não) e os emprestam a terceiros (a partir de alguma das operações de crédito de que dispõem). Tanto na relação com o poupador quanto na relação com o tomador dos recursos, a instituição financeira figura como a única contraparte dos clientes – o banco é o devedor dos depositantes e o credor daqueles que tomaram crédito. Pode-se assumir que essas pessoas nem mesmo se conhecem. Essa estrutura do negócio bancário produz importantes efeitos do ponto de vista da regulamentação que incide sobre os bancos.

A regulamentação bancária tende a ser, assim, uma regulação de cunho muito mais prudencial e sistêmico, destinada a proteger a integridade patrimonial das instituições isoladas (que apresentam um arranjo entre depósitos à vista e empréstimos a prazo que corresponde a um verdadeiro descasamento de fluxo de caixa, tornando-se sujeitas a eventuais “corridas bancárias”¹) e a integridade do sistema que liga as instituições umas com as outras (que é particularmente sujeito a instabilidades).

Assim se criam, por exemplo, regras de capital para as instituições financeiras, destinadas a garantir a sua estabilidade patrimonial – e a evolução dos regimes de capital demonstra o caráter dinâmico da matéria em um mundo marcado pelas inovações financeiras: partimos de obrigações de manutenção de um capital mínimo pré-fixado para as instituições bancárias e daí se vai para as regras de Basileia, em fins da década de 1980, que ponderam o patrimônio das instituições aos riscos aos quais elas estão expostas e que já foram por mais de uma vez revisadas (Basileia III, hoje em fase de implementação, visa responder a alguns dos desafios explorados neste artigo).

Da mesma maneira, e agora se pensando menos nas instituições isoladas e mais na integridade sistêmica, se cria uma rede de proteção destinada a evitar o alastramento de problemas isolados em um sistema extremamente interligado e todo baseado na crença na solvência das instituições. Esta é a regulação sistêmica, caracterizada por instrumentos como a atuação do banco central como um emprestador de última instância, a criação e a regulamentação de sistemas de pagamentos (os mecanismos interligados para a realização e a garantia de transferências diversas), os depósitos compulsórios e as regras diferenciadas para a intervenção e a liquidação de instituições financeiras².

¹ Para o tema, cf. Lastra (2000, p. 71). Sobre a lógica da regulação prudencial, cf. Yazbek (2009, p. 247 e ss.).

² Sobre risco e regulação sistêmica, cf. Yazbek (2012a, p. 82 e ss.), que também explora a forma pela qual alguns dos mecanismos de regulação sistêmica foram adequados no Brasil após a crise.

Já no campo do “mercado de capitais”, a relação de financiamento se estabelece diretamente entre o agente detentor de recursos disponíveis e o beneficiário de tais recursos, a partir da emissão e da distribuição, por este último (e pelos intermediários que o representam na distribuição), de certos instrumentos financeiros típicos. Esses diferentes instrumentos financeiros correspondem a formas também distintas de vinculação entre as partes – assim, por exemplo, as ações emitidas pelas sociedades correspondem a relações de participação, enquanto as debêntures ou as notas promissórias emitidas para distribuição em mercado correspondem a relações de dívida, com diferentes direitos e garantias.

A despeito dessa relação mais direta entre emissor e investidor no âmbito do mercado de capitais, também ele se apoia sobre estruturas de intermediação, destinadas tanto a permitir as necessárias movimentações financeiras e a custódia dos títulos, quanto a efetuar uma aproximação eficiente entre os agentes interessados em comprar e vender ativos. Aqui, porém, a atuação dos intermediários tem um caráter mais incidental, não sendo verdadeiramente constitutiva da relação financeira e da sua natureza. É por este motivo que o mercado de capitais é usualmente caracterizado como um mercado de “desintermediação”³.

Como não poderia deixar de ser, a natureza das relações estabelecidas no mercado de capitais determina as linhas gerais da regulamentação que sobre ele incide. Assim, se o alvo da regulação bancária é assegurar a estabilidade das instituições, a regulação de mercado de capitais é muito mais uma regulação de condutas, de cunho sobretudo informacional.

Para que o investidor tome uma decisão racional de investimento, ele deve ter condições de avaliar as empresas emissoras e de ter acesso às informações relevantes, em tempo hábil. Tal situação dá origem a obrigações para os emissores, para seus administradores e controladores. Da mesma maneira, como os intermediários, ao atuar para seus clientes, podem ter acesso privilegiado a informações ou a oportunidades de negócios, também eles ficam sujeitos a controles e a obrigações de conduta.

A despeito do caráter esquemático das distinções acima (e da sua evidente utilidade para fins didáticos, por exemplo), ela já não é tão capaz de refletir o que acontece nos mercados contemporâneos. E isso por uma série de motivos.

O primeiro desses motivos reside no fato de que a diferenciação não leva em conta diversas atividades que passaram, com o tempo, a residir no cerne do mercado financeiro. E essa ressalva vale tanto para setores que foram surgindo dentro dos dois campos descritos, a partir de determinados refinamentos, como

³ Para a definição de desintermediação nesse contexto, cf. Gastineau e Kritzman (2000, p. 141).

a indústria de fundos de investimento e o mercado de derivativos, quanto para aqueles dois outros grandes campos acima referidos, que são o dos seguros e o das atividades de previdência. Além disso, porém, é importante reconhecer um outro fenômeno: muitos dos instrumentos financeiros, resultantes de processos recentes de inovação, nublarão a diferenciação entre os mercados financeiro e de capitais, trazendo, para cada um desses campos, preocupações que antes eram típicas do outro.

Como essa questão dos efeitos dos processos de inovação se encontra na raiz das crises financeiras recentes, é importante explorá-la com mais vagar.

3. OS PROCESSOS DE INOVAÇÃO FINANCEIRA E SEUS EFEITOS

Após a Segunda Guerra Mundial emergiu um novo modelo de organização financeira global, baseado no chamado Acordo de Bretton Woods. Este modelo foi capaz de assegurar, por aproximadamente 30 anos, a relativa estabilidade das taxas de câmbio e de uma série de outras variáveis econômicas. É com a sua crise – e com o surgimento de um mundo muito mais complexo – que se aceleram os processos de inovação financeira⁴.

Com efeito, quando os Estados Unidos deixam de assegurar o valor do dólar, passando a realizar emissões de moeda sem a observância dos critérios até então vigentes, no começo da década de 1970, e quando, algum tempo depois, ocorrem as crises do petróleo, surge uma nova realidade, marcada por volatilidade cambial, volatilidade de taxas de juros e instabilidade nos preços das *commodities*.

E foi esse quadro que acabou fazendo com que os processos inovativos ganhassem cada vez mais relevância, com a desregulamentação das atividades financeiras (uma forma de deixar os agentes privados buscarem suas próprias soluções) e com o aparecimento de novos produtos e instrumentos destinados a dar proteção para quem atuava nesse novo mundo, marcado pela volatilidade, ou mesmo a criar mecanismos que permitissem ou facilitassem a outorga de crédito em condições de incerteza⁵.

É nesse ambiente que surgem, por exemplo, os já referidos derivativos financeiros, em diversas modalidades, operados isoladamente ou combinados em estratégias⁶. Da mesma maneira, aparecem processos de securitização de recebíveis,

⁴ Sobre o acordo de Bretton Woods e sua crise, cf. Eichengreen (2000, p. 131 e ss.).

⁵ Para uma visão do papel dos processos de inovação e das suas finalidades, cf. Bank for International Settlements (1986).

⁶ Sobre esse processo de aparecimento do mercado de derivativos financeiros, cf. Yazbek (2014, p. 423 e ss.).

por intermédio dos quais os direitos decorrentes de relações creditícias individuais podem ser agrupados conforme características comuns e “empacotados”, com a sua utilização como lastro para a emissão de títulos de dívida⁷. Além disso, e já a partir do fim da década de 1980, surgem os derivativos de crédito, instrumentos destinados a permitir uma melhor administração dos riscos assumidos pelas instituições financeiras em suas operações de outorga de crédito, tendo em vista a necessidade de administrar os limites estabelecidos no já referido Acordo da Basileia⁸.

Em linhas gerais, o que se vê a partir de meados da década de 1970 é um processo mais ou menos generalizado pelo qual cada vez mais relações econômicas foram associadas ou incorporadas a estruturas e a produtos financeiros, não raro estruturas e produtos de mercado de capitais. Com isso se permitia uma melhor administração de riscos pelos agentes de mercado (que passavam a ter em suas mãos instrumentos negociáveis em vez de exposições financeiras fixas, como já se esclareceu) e, ao mesmo tempo, uma maior oferta de soluções para os agentes que atuam na chamada economia real (motivo pelo qual os governos, de modo geral, tendiam a ver tais processos com benevolência). E esse movimento foi acentuado ainda com o desenvolvimento da tecnologia da informação e o advento de um instrumental matemático cada vez mais refinado, capaz de permitir modelagens mais e mais complexas.

Mas essa aceleração dos processos de inovação não trouxe apenas efeitos benéficos. Com a maior complexidade dos produtos financeiros, nem sempre torna-se possível identificar os riscos a que se está exposto quando da realização de operações. Da mesma maneira, como esses instrumentos são adquiridos por instituições financeiras e por outros investidores institucionais e como os processos de negociação tornaram-se cada vez mais automáticos (e os mercados cada vez mais interligados), surgiram novos padrões de volatilidade, que invalidam alguns dos mais tradicionais mecanismos de controle da estabilidade do mercado. Por fim, é bastante comum que novas relações não estejam nem mesmo sujeitas à regulação estatal, fugindo às competências estabelecidas para os reguladores existentes e ficando em “zonas cinzentas” (o que, aliás, muitas vezes é o que determina a sua criação).

Mas não é só isso. Não raro, mesmo que haja competência regulatória formal, pode ser que os novos riscos apenas sejam identificados pelos reguladores a

⁷ Para um breve histórico dos processos de securitização, com a discussão de seus efeitos para a melhora das condições de oferta de crédito e também para o desenvolvimento de arranjos mais elaborados de financiamento de atividades, cf. Yazbek (2009, p. 92 e ss.).

⁸ Para a racionalidade e o histórico dos derivativos de crédito, cf. Yazbek (2006, em especial p. 329 e ss.).

posteriori, dada a dinâmica dos mercados atuais. E tais reguladores, muitas vezes não estão nem mesmo aparelhados para lidar com tais realidades, seja por restrições orçamentárias e de pessoal, seja em razão de um efeito, que até há pouco ainda se identificava, dos movimentos de desregulamentação ocorridos em todo o mundo em especial a partir da década de 1980.

É esse quadro complexo que se encontra nas origens mais remotas da crise financeira recente.

4. A CRISE FINANCEIRA E ALGUMAS DAS CONSTATAÇÕES QUE DELA DECORREM

A crise financeira global, iniciada em 2008, está ligada, de forma muito direta, àqueles efeitos colaterais dos processos de inovação financeira. Ela tem como ponto de partida, como já se tornou comum reconhecer, eventos ocorridos no mercado de hipotecas *subprime*, que são as hipotecas consideradas de maior risco em razão do perfil de seus beneficiários. Tal mercado passou por uma enorme expansão nas últimas décadas, em larga medida em razão da disponibilidade daqueles mecanismos de securitização acima referidos, que permitiram um grande crescimento e uma certa diversificação na outorga de crédito imobiliário⁹.

Durante a exuberância financeira que marcou boa parte da década de 1990, a demanda pelos títulos originados daqueles processos de securitização, que se mostravam tanto mais atrativos do ponto de vista da remuneração quanto mais arriscado fosse o perfil do devedor, aumentou significativamente. Este movimento, por sua vez, estimulou ainda mais a oferta de crédito, que passou a se dar sem tantos cuidados.

Além disso, tais instrumentos passaram a ser usados como lastro em emissões de produtos ainda mais complexos ou como garantia em operações diversas. Quando, a partir de 2007, a economia norte-americana começa a se desacelerar, houve não apenas uma queda no valor dos imóveis, mas também um aumento significativo nos índices de inadimplemento nas hipotecas que serviam de lastro aos títulos emitidos. Isso fez com que diversas instituições, detentoras daqueles títulos, sofressem perdas significativas, em alguns casos identificadas ou reconhecidas apenas muito aos poucos, o que deu início a uma verdadeira crise bancária.

No entanto, se as primeiras raízes da crise estão relacionadas aos efeitos dos processos de securitização, também outros instrumentos cumpriram um relevante papel no seu aprofundamento e alastramento. E aqui vale destacar os já referidos

⁹ Para tais considerações, assim como para o restante da descrição trazida nesta seção, cf. Yazbek (2009, p. 175 e ss. e 2012a).

derivativos de crédito. Tais instrumentos, ao contrário do que acontece com os derivativos comuns, que protegem contra “riscos de mercado”, outorgam proteção contra o risco de um inadimplemento a que uma das partes está sujeita (e, por isso, eles podem, ao menos para fins didáticos, ser comparados a seguros de crédito). Ora, essas operações permitem a uma instituição administrar de forma mais eficiente os seus limites de exposição a certos tipos de devedores, transferindo o risco de inadimplementos a terceiros.

Pois bem, pode-se afirmar que o uso generalizado dos derivativos de crédito nos Estados Unidos acabou por produzir, durante a crise, um efeito inesperado: isso porque o descumprimento de uma obrigação por uma instituição com problemas de liquidez acabava por deflagrar a obrigação daquele terceiro que assumira o risco (e que podia nem ser um banco). Muitas vezes esse terceiro era uma instituição que tinha que lidar com seus próprios problemas de liquidez. Em suma, instrumentos criados pelo mercado para proteção acabaram permitindo o aprofundamento dos efeitos da crise – a proteção de uma determinada carteira podia, de um momento para o outro, não valer nada.

E mesmo os derivativos financeiros mais tradicionais geraram graves efeitos durante a crise. Isso por causa da exacerbação da volatilidade das taxas de câmbio, de juros ou dos índices de preços, que tornaram o cumprimento das obrigações de operações que tenham essas variáveis por objeto muito mais oneroso. E esses problemas não envolviam apenas a excessiva exposição das partes envolvidas (muitas vezes em razão de operações especulativas), mas também a fragilidade de toda a estrutura de suporte e de acompanhamento das operações – no mais das vezes se está falando de operações fechadas em ambientes informais (os mercados de balcão), apenas registradas internamente nos intermediários e apreçadas com base em modelos próprios (que se mostraram incapazes de lidar com os efeitos da crise)¹⁰.

Pode-se, naturalmente, identificar outras etapas para a crise financeira que se seguiu a esses eventos. Assim, por exemplo, se um primeiro momento está ligado aos mecanismos de securitização e aos efeitos que eles geram, um segundo estaria ligado aos derivativos de crédito e mesmo aos derivativos normais, como instrumentos que permitiram seu alastramento, e um terceiro estaria mais ligado aos efeitos do endividamento de vários países (em grande parte relacionado à necessidade de responder aos problemas então criados), que geraram crises de dívida. Esse é um diagnóstico que ainda se está por fazer de forma mais rigorosa.

De qualquer maneira, há já algumas conclusões que se impõem, relacionadas aos novos desafios para os reguladores. Uma dessas conclusões reside no

¹⁰ Para as características das operações de balcão, cf. Yazbek (2013, p. 124 e ss.).

reconhecimento da inadequação daquela diferenciação clássica entre mercado bancário e mercado de capitais. Os bancos já há muito não operam apenas com produtos tipicamente bancários, mas também com aqueles novos produtos, que muitas vezes são essenciais para a sua atuação mais eficiente. Porém, nem sempre os riscos desses novos instrumentos (assim como o tipo de estímulo que eles geram para os agentes de mercado) são avaliados de forma adequada. Isso expõe o setor bancário a novos riscos, inexistentes no modelo mais típico.

Da mesma forma, o mercado de capitais, que, como se viu, antes era um campo em que se pensava sobretudo em mecanismos de proteção de investidores individuais, foi progressivamente ganhando uma verdadeira relevância sistêmica – agora se impõem, ao lado daquelas preocupações, outras relacionadas aos efeitos potencialmente desestabilizadores de novos instrumentos, sobretudo quando eles são usados em massa e distribuídos para investidores que atuam globalmente.

E a questão da relevância sistêmica do mercado de capitais ganha uma outra dimensão quando se leva em conta também o fato de que, na atualidade, a negociação de muitos produtos financeiros – e especialmente daqueles de renda variável – se dá com base em sistemas eletrônicos. Mais do que isso, nesses novos ambientes de negociação muitos agentes de mercado adotam estratégias baseadas no envio de ordens em resposta imediata a determinados movimentos de mercado (é como agem os *algo traders* ou *high frequency traders*). Essa excessiva rapidez no envio de ordens e no fechamento de operações, em resposta às mínimas oscilações de preços, pode aumentar a volatilidade dos mercados e fazer com que erros operacionais (que sejam decorrentes de falhas humanas ou computacionais) produzam efeitos gravíssimos (é o caso do famoso *Flash Crash* de 06 de maio de 2010)¹¹. Se considerarmos a natureza e o porte dos agentes econômicos que têm algum tipo de exposição a esses mercados (assim como o tipo de *portfolio* mantido por esses agentes), fica fácil enxergar porque também essa questão está relacionada ao que se pode identificar como as novas feições do risco sistêmico.

Em outras palavras, hoje impõe-se pensar em regulação do mercado bancário e em regulação do mercado de capitais como dois campos em larga medida interligados. E isso não apenas relativiza aquela distinção clássica, como também impõe novos arranjos institucionais para a regulação de mercado (e aqui se deve discutir qual o melhor critério para a distribuição de competências, por exemplo),

¹¹ E o tema, a despeito de sua reconhecida importância, ainda é relativamente pouco explorado. Vale remeter, para uma exposição que, ainda que de cunho mais jornalístico, vem produzindo interessantes efeitos, a Lewis (2014). Para uma discussão mais técnica, mas ainda assim acessível, acerca dos novos padrões de volatilidade e de seus determinantes, cf. os debates contidos em Schwartz, Aidan e Colaninno (2011, especialmente p. 29 e ss. e p. 47 e ss.).

assim como a adoção de mecanismos de integração, troca de informações e harmonização de iniciativas entre reguladores que, historicamente, sempre adotaram racionalidades bastante distintas para nortear suas atividades.

Na sequência se analisarão alguns dos efeitos dessas constatações para os reguladores financeiros.

5. OS DESAFIOS DA REGULAÇÃO FINANCEIRA

É natural que, por um lado, os efeitos mais diretos da crise financeira se reflitam nos regimes criados para determinados produtos ou agentes financeiros. No entanto, uma descrição dos novos desafios baseada apenas nesses novos regimes é incapaz de mostrar alguns efeitos mais amplos. Vale, assim, apoiar a descrição que se fará na sequência em algumas daquelas questões de fundo, que, em larga medida, são o que determina as opções concretamente adotadas.

De forma bastante arbitrária, vale identificar aqui alguns desses pontos para uma análise mais detalhada. Assim, se falará, ainda que brevemente, na sequência: (i) do caráter transnacional das medidas adotadas no pós-crise; (ii) dos problemas relacionados à distribuição de competências entre reguladores; e (iii) do advento de uma perspectiva macroprudencial para a regulação financeira. Naturalmente, no trato com cada um desses itens pode se impor a análise de alguma medida mais concreta, para ilustrar algum ponto.

5.1. A necessidade de coordenação internacional

O reconhecimento do caráter global dos mercados financeiros não é recente. Um natural subproduto desse reconhecimento é o problema dos riscos decorrentes da fragmentação de regimes regulatórios – afinal, instituições globais impedidas de assumir riscos em alguns mercados poderiam, em princípio, assumir estes mesmos riscos em outros, menos regulados¹². Assim, muitas iniciativas de harmonização de práticas regulatórias já vêm ocorrendo desde antes da crise.

Já foram brevemente referidos, acima, os esforços do Comitê da Basileia, mantido pelo Bank for International Settlements (BIS), sobre regras de capital de instituições financeiras. Também sob a responsabilidade do BIS se vem, permanentemente, realizando trabalhos de revisão e de consolidação dos princípios aplicáveis às atividades de supervisão bancária (Bank for International Settlements,

¹² E, aqui, abundam exemplos, a começar pelo famoso caso da quebra do Banco Barings. Cf., para considerações sobre alguns casos, Jorion (2003, p. 32 e ss.) e Herring e Litan (1995, p. 96).

1997). E nele ainda são mantidos outros Comitês especializados (como o Basel Committee on Payment and Settlement Systems), cuja atuação foi bastante intensificada após a crise.

As atividades do BIS e de seus comitês, no entanto, ainda são mais voltadas para aspectos de regulação propriamente bancária, com destaque para as questões de cunho prudencial e sistêmico. Assim, outros órgãos têm assumido um relevante papel na discussão de questões mais especializadas.

Um desses órgãos é a International Organization of Securities Commissions (IOSCO), oficialmente criada em 1983 e que congrega em seus comitês representantes da imensa maioria dos reguladores nacionais de mercados de capitais. A IOSCO tem desenvolvido uma série de atividades relacionadas ao aprimoramento e à uniformização de práticas nos mercados de valores mobiliários, englobando a assinatura de protocolos de troca de informações entre os reguladores, a harmonização de procedimentos operacionais, contábeis, de custódia e de liquidação de operações etc.

Outro organismo que se pode referir, ao lado da IOSCO, é a International Association of Insurance Supervisors (IAIS), criada em 1994 para realizar atividades mais ou menos similares, relacionadas, no entanto, ao mercado de seguros. Ante o reconhecimento, mesmo antes da crise, da integração cada vez maior das atividades financeiras, os Comitês da Basileia, a IOSCO e a IAIS já vinham se reunindo para algumas iniciativas em conjunto, em especial, desde 1999, no âmbito do chamado Joint Forum (The Joint Forum, 2004).

No entanto, o mais importante passo recente reside na criação do Financial Stability Board (FSB), em abril de 2009, como órgão de suporte do G-20 destinado a monitorar as condições da economia global e a formular recomendações em diversos temas relacionados à estabilidade financeira. A criação do FSB – assim como os trabalhos que ele vem realizando em conjunto com os órgãos acima referidos (que acabam por assumir uma polêmica função instrumental) e com os reguladores locais – representa, assim, o pleno reconhecimento de que os efeitos de qualquer crise, hoje, são globais e de que não há mais como se falar em iniciativas isoladas.

Se apenas este fosse o efeito da crise no que diz respeito ao caráter cada vez mais global da regulação, já haveria muito a discutir. No entanto, a dimensão transnacional das atividades financeiras traz ainda algumas outras questões interessantes, que envolvem a coordenação e a troca de informação entre reguladores (em regimes marcados tradicionalmente pela valorização do sigilo), obedecendo a padrões muito distintos daqueles que vigoravam no passado. A título de ilustração, se falará, na sequência, de duas delas.

A primeira é a dos *Supervisory Colleges*. Estes são órgãos geralmente mantidos pelo regulador do país sede de uma instituição financeira global, em que

se reúnem periodicamente os reguladores dos diversos países em que aquela instituição atua. Nessas reuniões periódicas são discutidos assuntos de interesse para todos os reguladores, relacionados à integridade da instituição e às vulnerabilidades que podem decorrer de seu modo de atuação e dos diferentes regimes aos quais ela está sujeita.

Os *Supervisory Colleges* são uma criação recente e ainda sujeita a uma série de incertezas, inclusive de ordem prática – qual a conformação mais adequada para tais órgãos? É o país em que se encontra a matriz que deve definir quem mais deverá participar? É necessário integrar países que não são relevantes do ponto de vista da estabilidade da instituição supervisionada, mas para cujos mercados essa instituição seja relevante?¹³

Um outro debate relacionado a essa atuação global das instituições financeiras diz respeito à chamada “subsidiarização”. Muitos países emergentes, procurando facilitar a sua integração financeira, permitiram que instituições globais neles se instalassem por meio de agências. Outros, e dentre estes se encontra o Brasil, sempre exigiram a criação de uma subsidiária local, sujeita a regras de capital próprias e a todos os demais mecanismos de supervisão. A crise financeira evidenciou diferenças significativas entre esses dois modelos e acendeu um grande debate em torno de qual é o mais adequado: por um lado, pela subsidiarização, se impede o imediato alastramento de um problema ocorrido na matriz para o país em que a subsidiária está instalada; da mesma maneira, em caso de necessidades de liquidez na matriz, a subsidiária estará mais protegida contra a retirada repentina de recursos; por outro lado, tal regime retira a flexibilidade do sistema financeiro global, aumentando os custos para a instalação de instituições em outros países¹⁴.

Esses são apenas alguns temas trazidos pelo reconhecimento do caráter transnacional de que deve se revestir a regulação financeira contemporânea. Neste campo tão complexo é possível encontrar não apenas questões técnicas, como também discussões típicas do direito internacional e questões relacionadas à formação das burocracias internacionais e às relações de poder nos órgãos criados para albergar tais burocracias¹⁵, dentre outras.

¹³ Para algumas das discussões sobre a estruturação dos *Supervisory Colleges*, cf. Financial Stability Board (2010, p. 15 e ss.). Para a avaliação da experiência, cf. Financial Stability Board (2012, p. 20 e ss.).

¹⁴ Para tais discussões, cf. por exemplo, Fiechter, Ötcher-Robe, Ilyina, Hsu, Santos e Surti (2011).

¹⁵ E, para estes últimos temas, que são ainda bastante pouco explorados mas cujos efeitos, inclusive do ponto de vista da criação de novos consensos, são relevantes, vale remeter à análise de Guimarães (2012).

5.2. Critérios para a distribuição de competências entre reguladores

Um outro assunto que tem merecido destaque nos debates internacionais está diretamente relacionado àquela erosão das tradicionais diferenciações entre mercado bancário e mercado de capitais. É o dos critérios para a distribuição de competências entre reguladores.

Desde a década de 1980, diversos países têm rediscutido seus modelos de distribuição de competências entre os reguladores de mercado tendo em vista justamente os efeitos dos processos de inovação financeira. Assim, em 2001, de modo a evitar as zonas cinzentas que, naturalmente, tenderiam a decorrer de qualquer definição mais arbitrária, o Reino Unido criou a Financial Services Authority (FSA), um regulador único para todo o setor financeiro. Após a crise e em meio a uma enxurrada de críticas (decorrentes em grande parte da incapacidade que a FSA tinha de regular campos sujeitos a racionalidades diferentes de maneira transparente, tendendo a subordinar a lógica de uma área à de outra), o modelo foi alterado, com a migração para uma nova forma de distribuição de competências, já adotada na Austrália em 1998 – o modelo *Twin Peaks*¹⁶.

Por este novo modelo se preconiza que o que deve diferenciar a competência dos diversos reguladores financeiros não é a sua especialização em um ou outro mercado ou em um ou outro tipo de intermediário – já que os mercados se confundem e os agentes operam em mais de um deles – mas sim o tipo de “falha de mercado” com a qual se está lidando (externalidades, assimetrias informacionais ou questões relacionadas a concorrência, de acordo com a análise econômica das falhas de mercado).

Assim, em vez de diversos reguladores setoriais, no modelo *Twin Peaks* se cria um único regulador prudencial e sistêmico (que abrange todas as atividades financeiras e todos os intermediários, sob esse enfoque especializado), um regulador de condutas de mercado e defesa do consumidor (de atuação igualmente abrangente) e um regulador concorrencial (que geralmente já é o regulador especializado em questões concorrenciais). Um modelo *Twin Peaks* é, usualmente, reforçado por mecanismos eficientes de troca de informações e de coordenação das atividades regulatórias.

Fora esse tipo de debate – que não é uma exclusividade australiana ou inglesa, mas tem se apresentado, com diferentes graus de maturidade, em todo o mundo – foram dados outros importantes passos nas discussões pós-crise, demonstrando

aquela erosão das distinções mais clássicas e colocando os critérios tradicionais de distribuição de competências em posição delicada.

É o que se vê, por exemplo, na revisão, feita pela IOSCO, da relação de princípios que norteiam a atuação dos reguladores de mercado de capitais, imediatamente após a crise, em 2010 (International Organization of Securities Commissions, 2010). Naquela ocasião, a entidade reconheceu dois novos princípios diretamente relacionados às novas preocupações. De acordo com o novo princípio de número 6, “*The Regulator should have or contribute to a process to monitor, mitigate and manage systemic risk, appropriate to its mandate*”, o que retira o trato com o risco sistêmico do campo de atuação exclusivo dos bancos centrais e traz para os reguladores de mercado um novo tipo de preocupação – ainda que não propriamente pela criação daquela “rede de proteção” que caracteriza a regulação sistêmica.

O mesmo tipo de evolução se nota no novo princípio de número 7, de acordo com o qual “*The Regulator should have or contribute to a process to review the perimeter of regulation regularly*”. Se a crise está ligada a processos de inovação e se muitos desses processos destinam-se na verdade a fugir de estruturas regulatórias mais rigorosas, impõe-se periodicamente avaliar aquilo que existe no mercado, de modo a identificar se é necessário, de alguma maneira, estender as competências dos reguladores.

Um dos pontos em que esse debate tem se mostrado mais presente, no entanto, não se encontra no tanto no campo do mercado de capitais, mas muito mais no da regulação bancária. É a discussão em torno do que se convencionou chamar de *Shadow Banking System*. A expressão designa todo mecanismo que promove aquele tipo de captação e alocação de recursos típico dos bancos, sem, no entanto, estar sujeito às regras de prudenciais e sistêmicas que se aplicam ao sistema bancário. Desta maneira, os agentes que desenvolvem aquelas atividades conseguem realizar uma atividade verdadeiramente bancária, fugindo, porém, à regulamentação que sobre os bancos incide e aos custos e responsabilidades decorrentes dessa regulamentação.

Um dos mais citados exemplos de *Shadow Banking* é o dos *Money Market Funds* norte-americanos. Tais fundos investiam em ativos de alta liquidez e permitiam, aos cotistas, movimentações que se equiparavam com as movimentações de uma conta corrente bancária. Por um lado, eles traziam inequívocas vantagens, em razão de sua agilidade e dos menores custos. Por outro, a crise mostrou as fragilidades do modelo. Com o aumento das demandas por saques de recursos (decorrente das necessidades de liquidez dos cotistas em razão da crise), estes fundos precisavam desfazer-se de seus ativos, encontrando, no entanto, um mercado pouco líquido e com os preços já desvalorizados. Por um lado, eles encontravam dificuldades para cumprir as obrigações perante seus cotistas. Por outro, acabavam por aumentar ainda mais a pressão sobre o preço dos ativos.

¹⁶ Para os debates sobre critérios para a distribuição de competências que se apresentarão na sequência, cf. Goodhart et. al. (1998, especialmente p. 144 e ss.) e Yazbek (2009, p. 195 e ss.).

É por problemas como esses que o *Shadow Banking System* ingressou nas agendas dos reguladores no pós-crise, em uma discussão que é irmã daquela da periódica reavaliação dos perímetros regulatórios¹⁷. Mas pode-se ir ainda além, reconhecendo-se que, quando se está tratando desse tipo de tema, não está em jogo apenas o modelo de distribuição de competências, mas talvez a própria concepção de regulação financeira e do seu papel. É o que se verá na sequência.

5.3. O advento da perspectiva macroprudencial

O último dos temas mais gerais de que vale a pena aqui tratar diz respeito a uma nova dimensão da regulação financeira, que alguns denominaram, apressadamente, de “regulação macroprudencial”. Não se trata, na verdade, de uma nova modalidade de regulação, mas sim, muito mais, de um enfoque macroprudencial para as atividades não apenas de regulação, como também de formulação de políticas públicas.

A referência a uma dimensão macroprudencial vem em contraposição a um enfoque microprudencial, que seria aquele que prevaleceu na regulação bancária nas últimas décadas, com a valorização de regras de capital e o cuidado com a integridade das instituições isoladas. Vem em contraposição também ao modelo da regulação sistêmica como a criação apenas de uma rede de proteção destinada a evitar o alastramento de problemas. Neste sentido, quando se fala em uma dimensão macroprudencial, se está destacando que os reguladores e formuladores de políticas públicas devem ter um compromisso *a priori* com a estabilidade financeira e devem agir, de maneira concertada, para garantir essa estabilidade¹⁸.

Como se disse, são destinatários deste novo enfoque tanto os reguladores como os formuladores de políticas públicas. Isso porque as políticas monetária, creditícia e cambial podem também colocar em risco a estabilidade – e há, nesse sentido, diagnósticos sobre a crise de 2008 que apontam o papel da política monetária norte-americana como fermento para os processos de inovação e estímulo para a tomada de riscos pelos agentes¹⁹. Da mesma maneira é possível considerar medidas que estimulam o endividamento excessivo de famílias ou empresas e políticas cambiais geradoras de volatilidade.

¹⁷ O tema tem ganho muito atenção recentemente, tanto por parte de reguladores quanto por parte de acadêmicos. Para uma curta, ainda que rigorosa introdução ao debate atual, cf. Tucker (2012).

¹⁸ Para a discussão sobre o advento do enfoque macroprudencial, cf. Hanson, Kashyap e Stein (2011).

¹⁹ Neste sentido, cf. Goodhart (2010).

Falar em uma dimensão macroprudencial é, então, ir além do puramente regulatório. Mas os efeitos dessa preocupação também são extremamente relevantes para a atuação dos reguladores, seja pelo questionamento de algumas assunções que antes vigoravam, seja, ainda, pela valorização de determinados temas. Assim, medidas adotadas para a regulamentação de diversos setores podem ser vistas como efeitos desse novo enfoque.

É o caso, por exemplo, das iniciativas relacionadas à regulamentação dos derivativos de balcão, em que, desde 2009, se adotou uma ampla agenda de reformas globais. Em linhas gerais, o que se propõe nessa agenda é: (i) a migração de todos os instrumentos passíveis de padronização, do mercado de balcão para sistemas organizados de negociação (como bolsas), capazes de outorgar liquidez a tais instrumentos e de gerar um melhor e mais eficiente processo de apreçamento; (ii) a liquidação de tais operações não mais diretamente entre as partes, mas a partir de contrapartes centrais, de modo a aprimorar o processo de administração de riscos; (iii) o registro de todas as operações que se continue a realizar em mercado de balcão em entidades registradoras autorizadas e sujeitas a supervisão dos reguladores competentes, como medida de cunho informacional; e (iv) a aplicação de requisitos de capital mais rigorosos para operações que não sejam liquidadas por contrapartes centrais.²⁰

Nota-se, em todos esses pontos, uma preocupação com o risco que os instrumentos derivativos podem trazer à estabilidade e com a importância de se criarem mecanismos mais adequados para tais instrumentos ou determinados controles – referentes à administração de riscos e também de cunho informacional – sobre o seu uso, trazendo-os para o campo dos produtos regulados.

Outro exemplo de efeito dessa preocupação com a dimensão macroprudencial reside na valorização das infraestruturas de mercado. A expressão “infraestrutura de mercado” designa uma série de prestadores de serviços que engloba: (i) entidades prestadoras de serviços de compensação e de liquidação de operações, ou *clearinghouses*, que permitem uma melhor administração dos riscos relacionados à liquidação de operações; (ii) prestadores de serviços de registro de operações, com efeitos eminentemente informacionais e de controle, como já se viu; e (iii) prestadores do serviço de depósito centralizado de ativos, que asseguram a existência e a imobilização dos ativos destinados à negociação, dando segurança aos investidores e impedindo o surgimento de ativos fictícios.

As infraestruturas de mercado foram objeto de um esforço conjunto do BIS e da IOSCO para a definição de uma relação de princípios destinados a reger esse

²⁰ Para uma visão da situação do mercado de balcão e dessas medidas, inclusive com uma avaliação da situação brasileira, cf. Yazbek (2013).

tipo de atividade²¹. Se, no passado, as atividades de infraestrutura de mercado não eram objeto de atenção (talvez pelo seu caráter de *back-office*), hoje a sua adequada implementação vem se mostrando estratégica nas tentativas de domar os riscos potencialmente decorrentes dos processos de inovação.

Pode-se identificar um esforço de adequação aos novos princípios na recente reforma brasileira do regime de depósito centralizado de valores mobiliários, a partir da promulgação da Instrução CVM n. 541, de 20/12/2013, que trata da atuação dos depositários centrais e de medidas destinadas a assegurar a existência dos ativos negociados nos mercados sujeitos àquela autarquia. O regime criado por tal normativo é complementado pelo disposto nas Instruções CVM n. 542, 543 e 544, da mesma data, que tratam, respectivamente, da prestação de serviços de custódia, de escrituração de valores mobiliários e de registro de ativos e de operações, o que cria toda uma cadeia de obrigações e de responsabilidades relacionadas à detenção de ativos financeiros.

Um exemplo que demonstra o tipo de preocupação que norteou a elaboração desse regime consta do art. 28 da Instrução CVM n. 541/2013. Como já se esclareceu, um dos aspectos que dificultaram a visualização dos riscos inerentes a novos produtos financeiros reside no fato de que, não raro, esses produtos têm lastro em outros ativos, que podem estar sujeitos a regimes mais flexíveis ou mesmo não estar sujeitos a nenhuma regulamentação. São os “*out-of-network assets*” – de que adianta assegurar que um determinado ativo foi emitido e se encontra devidamente imobilizado para movimentações irregulares se ele tem lastro em outros, talvez usados para lastrear novas emissões e que não estão sujeitos a nenhum controle?

Em razão deste tipo de preocupação, o referido dispositivo estabelece que, em caso de depósito centralizado de um ativo que tenha como lastro outros instrumentos, (i) estes sejam objeto também de custódia, (ii) os direitos sobre eles não sejam passíveis de cessão e que (iii) o depositário central deve poder exercer atividades de controle, para a verificação da sua existência²².

²¹ Bank for International Settlements e International Organization of Securities Commissions (2012).

²² Para uma descrição detalhada do modelo brasileiro de detenção de ativos, das propostas da CVM e daquilo que efetivamente se implementou, vale remeter ao Edital de Audiência Pública SDM N. 06/2013, de 26/06/2013 e ao correspondente Relatório da Audiência Pública, datado de 04/12/2013. Para a descrição do ajuste promovido para as regras de registro, pela Instrução CVM n. 544/2013, cf. as considerações do Edital de Audiência Pública SDM N. 09/2013, de 28/08/2013. É importante, neste ponto, lembrar que também as regras sobre liquidação de operações por meio de contraparte central são, no Brasil, bastante atuais, tendo em vista as reformas promovidas pela Lei n. 10.214/2001. Para este último ponto, cf. Yazbek (2012a, p. 102 e ss.).

Nota-se, também aqui, uma preocupação de fundo com a estabilidade e com a segurança de mecanismos de mercado. E esse tipo de enfoque vem se manifestando em diversas normas recentes do regulador de mercado de capitais: não são raras as regras destinadas a implementar recomendações de fóruns internacionais; da mesma maneira, temas como controles internos e administração de riscos têm ganho especial destaque mais recentemente²³.

Todas essas medidas apresentam aquela dimensão mais macroprudencial. E, nesse quadro, não apenas os mandatos tradicionais dos reguladores financeiros tendem a se misturar, como já exposto, como também começam a se impor algumas medidas que, sob o arcabouço anteriormente vigente, soavam no mínimo estranhas.

Um exemplo desse rompimento de paradigmas reside no próprio processo de oferta de produtos financeiros: mecanismos de *disclosure* (de prestação de diversas informações), típicos da oferta de instrumentos no mercado de capitais e historicamente considerados suficientes para a proteção do investidor, são agora tidos como inadequados. Cada vez mais se impõem, ao redor do mundo, as obrigações de *suitability*, em razão das quais o ofertante deve dispor de uma metodologia própria para verificar se a oferta de um produto é adequada ao perfil do investidor, em uma verdadeira inversão de alguns pressupostos²⁴.

Da mesma forma, a autorização para o funcionamento de agentes ou para a criação de novos produtos começa a se impor em regimes que antes eram marcados por maior tolerância com os processos de inovação. Esse tipo de mudança traz embutido um profundo debate sobre o papel dos reguladores financeiros. Isso porque, dados os efeitos potencialmente destrutivos de novos produtos, talvez processos de inovação não devam se sujeitar apenas a critérios formais de aprovação. E aí surgem algumas outras questões: cabe aos reguladores impedir a oferta de instrumentos financeiros que lhes pareçam inúteis ou por demais ariscados? Como combinar a dinâmica dos processos de inovação, em mercados extremamente ágeis, com esse tipo de juízo burocrático? Como limitar o arbítrio do regulador ante categorias tão fluidas e preocupações tão genéricas?

Em larga medida é com esses desafios que se lida no debate contemporâneo sobre a regulação financeira. Por mais que seja comum perder essa dimensão mais

²³ Para considerações sobre o papel dos controles internos nas companhias abertas e a sua evolução recente, cf. Yazbek (2012b, especialmente p. 945 e ss.). Diversos dispositivos das normas sobre depósito centralizado e custódia e das regras que hoje regem a atuação dos intermediários de mercado (Instrução CVM n. 505, de 27/09/2011) demonstram esse mesmo tipo de preocupação também na atuação dos intermediários financeiros.

²⁴ No Brasil, tais obrigações, que são diretamente relacionadas à complexidade dos produtos financeiros na atualidade e às dificuldades para a compreensão das informações a eles ligadas, se corporificaram na Instrução CVM n. 539, de 13/11/2013.

ampla, reduzindo-se o debate a uma comprida lista de medidas regulamentadoras de produtos e de atividades, as questões de fundo estão diretamente relacionadas ao caráter transnacional das finanças e à dinâmica complexo dos processos de inovação. E, mais do que isso, às formas e ao próprio escopo da regulação financeira na atualidade. A compreensão da maior parte das medidas concretas adotadas passa pela compreensão deste quadro.

BIBLIOGRAFIA

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Recent Innovations in International Banking. Basel, 1986.
- _____. Core Principles for Effective Banking Supervision, Basel, 1997.
- _____, INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Principles for Financial Market Infrastructures. Basel, 2012.
- EICHENGREEN, B. *A Globalização do Capital: uma História do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- FIECHTER, J. *et al.* Subsidiaries or Branches: Does One Size Fit All? *IMF Staff Discussion Note SDN 11/04*, 2011.
- FINANCIAL STABILITY BOARD. Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision – Recommendations for Enhanced Supervision. Basel, 2010.
- _____. Increasing the Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision – Progress Report to the G20 Ministers and Governors. Basel, 2012.
- GASTINEAU, G. L.; KRITZMAN, M. P. *Dicionário de Administração de Risco Financeiro*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F, 2000.
- GOODHART, C. The background to the 2007 financial crisis. In: *The Regulatory Response to the Financial Crises*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2010, p. 09-29.
- GOODHART, C. A. E. *et al.* *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* London: Routledge, 1998.
- GUIMARÃES, F. S. *Os Burocratas das Organizações Financeiras Internacionais: um Estudo Comparado entre o Banco Mundial e o FMI*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2012.
- HANSON, S. G.; KASHYAP, A. K.; STEIN, J. C. A Macroprudential Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 2011, p. 03-28.
- HERRING, R. J.; LITAN, R. E. *Financial Regulation in the Global Economy*. Washington (DC): The Brookings Institution, 1995.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. Objectives and Principles of Securities Regulation, Madrid.
- JOINT FORUM, The. Financial Disclosure in the Banking Insurance and Securities Sectors: Issues and Analysis. *Basel Committee on Banking Supervision*,

- International Organization of Securities Commissions, e International Organization of Insurance Supervisors*, Basel, 2004.
- JORION, P. *Value at Risk: a Nova Fonte de Referência para o Controle do Risco de Mercado*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros-BM&F, 2003.
- LASTRA, R. M. *Banco Central e Regulamentação Bancária*. Belo Horizonte: Del Rey, 2000.
- LEWIS, M. *Flash Boys: a Wall Street Revolt*. New York: W.W. Norton & Company, 2014.
- SCHWARTZ, R. A.; BYRNE, J. A.; COLANINNO, A. *Volatility: Risk and Uncertainty in Financial Markets*. New York: Springer, 2011.
- TUCKER, P. *Shadow Banking: Thoughts for a Possible Policy Agenda*. Bank of England, London, 2012.
- YAZBEK, O. O Risco de Crédito e os Novos Instrumentos Financeiros – uma Análise Funcional. In: WAISBERG, I.; FONTES, M. R. F. (coords.). *Contratos Bancários*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- _____. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- _____. Crise Financeira e Risco Sistêmico: A Evolução Recente da Regulação Sistêmica no Brasil. In: LIMA, M. L. (coord.). *Agenda Contemporânea. Direito e Economia: 30 Anos de Brasil*, Tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012a.
- _____. Representações do Dever de Diligência na Doutrina Jurídica Brasileira: um Exercício e Alguns Desafios. In: KUYVEN, L. F. M. (coord.). *Temas Essenciais de Direito Empresarial: Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa*. São Paulo: Saraiva, 2012b.
- _____. Crise, Inovação e Regulação no Mercado Financeiro – Considerações sobre a Regulamentação do Mercado de Derivativos de Balcão. In: SOUZA JÚNIOR, F. S. (coord.). *Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- _____. Os Derivativos e seu Regime Jurídico – Modalidades Contratuais, Problemas de Interpretação e Riscos Legais. In: CANTIDIANO, L. L.; MUNIZ, I. (orgs.). *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.