

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 5**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da  
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**Julho / Dezembro de 2009**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

**COORDENAÇÃO:** Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.

**CONSELHO EDITORIAL:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnaldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Sérgio Murilo Santos Campinho (UERJ), Theóphilo de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**CONSELHO EXECUTIVO:** Carlos Martins Neto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

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

---

Revista semestral de direito empresarial. — nº 5 (julho/dezembro 2009)

. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

# RELAÇÕES INTERNACIONAIS PRIVADAS

## OS FUNDAMENTOS DA COOPERAÇÃO INTERNACIONAL NA REGULAÇÃO DO SISTEMA FINANCEIRO: MODELOS E DIRETRIZES

### THE BASIS OF INTERNATIONAL COOPERATION IN THE REGULATION OF THE FINANCIAL SYSTEM: APPROACHES AND DIRECTIVES

*Caetano Penna Franco Altafin Rodrigues da Cunha*

*Resumo:* Neste trabalho, discutem-se os reais fundamentos da cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro. Para tanto, inicialmente, duas questões são tratadas: o redimensionamento do papel do Estado frente à crescente importância dos agentes privados no desenvolvimento econômico e as potencialidades e limitações das organizações internacionais que se ocupam da matéria financeira na regulação dos segmentos desse ramo da atividade econômica. Diante de tais considerações, passa-se à análise tanto das peculiaridades que, preliminarmente, justificam distinções na regulação dos mercados que integram o sistema financeiro, como dos modelos de supervisão financeira vigentes nas principais economias do mundo. Em seguida, propõe-se, à luz dos fundamentos apresentados pelo Departamento do Tesouro norte-americano e pela Comissão de Valores Mobiliários, respectivamente na reformulação do sistema de supervisão da atividade financeira vigente nos Estados Unidos e na internalização dos padrões contábeis internacionais no Brasil, uma leitura de teoria dos jogos, por meio da qual é possível inferir que são os incentivos econômicos decorrentes da competição regulatória en-

tre os Estados nacionais, e não a cooperação propriamente dita, os reais fundamentos da regulação do ambiente financeiro internacional.

*Palavras-Chave:* regulação, sistema financeiro, mercado de capitais, teoria dos jogos, *twin Picks*.

*Abstract:* In this paper, it is discussed the basis of international cooperation for the regulation of the financial system. For this purpose, initially, two main issues are addressed. First, the states resizing *vis à vis* the increasingly importance of private agents on the economic development and the potentialities and the limitations faced by the international organizations, whichs objectives include the regulation of the segments that integrate this field of the economic activity. Under these premises, two main discussions are held. First, the peculiarities that, preliminarily, justify distinctions in the regulation of the segments that integrate the financial activity and, second, the different approaches of financial supervision established in four jurisdictions. After that, based on the rationale presented by the United States' Department of the Treasury and the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), respectively, in the reformulation of the financial supervision approach in the United States and the adoption of the International Financial Report Standards in Brazil, it is suggested a game theoretical approach, under which it is possible to infer that the economic incentives represent the real basis for the regulation of the international markets, rather than a purely cooperative disinterested behavior by the states.

*Key-Worlds:* regulation, financial market, stock market, game theory, *twin Picks*

*Sumário:* I — Introdução. II — As organizações internacionais e os limites da cooperação regulatória. III — Modelos regulatórios do sistema financeiro: escopo, fundamentos, limites e potencialidades. IV — Estudo de caso: a cooperação na regulação do mercado de capitais: o Brasil e adoção dos padrões contabéis internacionais. V — Conclusão. VI — Anexos.

*Major failures in the financial sector and in financial regulation and supervision were fundamental causes of the crisis. Confidence will not be restored until we rebuild trust in our financial system. We will take action to build a stronger, more globally consistent, supervisory and regulatory framework for the future financial sector, which will support sustainable global growth and serve the needs of business and citizens*<sup>1</sup>. (Grupo dos Vinte, Relatório ‘*The Global Plan for Recovery and Reform*’, 2009).

## **I — Introdução**

Os debates sobre a regulação do sistema financeiro evidenciam-se ao longo da história e adquirem especial relevo, sobretudo, em momentos de crise econômica sistêmica. É comum que as discussões sobre a necessidade de um maior e melhor ambiente regulatório materializem-se justamente diante da fragilidade do sistema financeiro, consubstanciada por momentos de grave crise, e quando já percebidos os efeitos econômico-sociais dela decorrentes. Tardiamente, desenvolvem-se, assim, movimentos pró-regulação dos diversos segmentos que integram a atividade financeira, normatização essa incorretamente compreendida como remédio que visa à cura de uma patologia indesejada, quando, na verdade, representa um modo de se precaver de um mal que se busca evitar.

Um dos precedentes dos debates em torno da importância da regulação do sistema financeiro é o reconhecimento da forma associativa de capital, como meio de se viabilizar a realização de empreendimentos. Quatro exemplos históricos, observados em contextos sociais particulares e envolvendo agentes econômicos de natureza e papel distintos, comprovam essa assertiva. Ainda no século XVII, na Holanda, a Companhia das Índias Ocidentais representou uma as-

---

1 *The Global Plan for Recovery and Reform*. 2 Abr. 2009. Parágrafo 13. Disponível em: [http://www.g20.org/Documents/g20\\_communique\\_020409.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_communique_020409.pdf). Acesso em 20 Abr. 2009.

sociação de capitais realizada sob a tutela do Estado, a fim de se viabilizar a realização ultramar de negócios. Da mesma forma, a revolução industrial jamais teria sido possível sem a concorrência do capital de diversos agentes<sup>2</sup>. Na história recente, os fundos de investimentos, condomínios de recursos constituídos com o fim de se investir e obter lucros, destacaram-se, de um lado, como veículo para a captação de recursos no mercado de capitais e, de outro, como instrumento para o desenvolvimento de atividades produtivas<sup>3</sup>. Num quarto aspecto, é o próprio Estado que, diante do reconhecimento da imprescindibilidade instrumental da forma associativa de capital como modo de se viabilizar projetos de infraestrutura no regime econômico vigente, busca a celebração de acordos com o capital privado, através das denominadas parcerias público-privadas<sup>4</sup>.

No último século, as retrações e expansões dos movimentos regulatórios, em síntese, concentraram-se no aparente antagonismo

---

2 Francisco Cavalcante explica que, no século XIX, Visconde de Mauá era avalista das apólices que teriam sido emitidas pelo governo imperial brasileiro com o fim de viabilizar o então recém criado movimento industrial no Brasil. CAVALCANTE, Francisco. Et. Al. *Mercado de Capitais* — O que é como funciona. 7ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2008. p. 150.

3 Um exemplo da importância dos fundos de investimento na viabilização de atividades produtivas é a figura do fundo de investimento em participações, regulado pela Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. De acordo com o artigo 2º da instrução, o fundo de investimento em participações é “uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração”.

4 Atualmente, as Parcerias Público-Privadas encontram-se regulamentadas pela Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004. A definição legal da ‘PPP’ é a seguinte: “Parceria público-privada é o contrato administrativo de concessão, na modalidade patrocinada ou administrativa”. Categorias de concessão essas que, por sua vez, são definidas pelo mesmo diploma como: “Concessão patrocinada é a concessão de serviços públicos ou de obras públicas de que trata a Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, quando envolver, adicionalmente à tarifa cobrada dos usuários contraprestação pecuniária do parceiro público ao parceiro privado; e “Concessão administrativa é o contrato de prestação de serviços de que a Administração Pública seja a usuária direta ou indireta, ainda que envolva execução de obra ou fornecimento e instalação de bens”.



entre ‘eficiência’ econômica *vis à vis* regulações tidas como ‘restritivas’ aos fluxos de capitais. Com efeito, a recente crise financeira que assolou a economia mundial deflagrou um cenário socioeconômico adequado para o questionamento de certas premissas da economia neoclássica. Construções teóricas estritamente racionalizadas fragilizavam-se diante de imperfeições mercadológicas empiricamente evidenciadas. Afinal, são justamente momentos de grave crise que propiciam a reformulação e a superação de paradigmas, num movimento em que o novo surge em lugar do antigo — não mais suficiente para explicar a realidade<sup>5</sup>.

No presente trabalho, discutem-se as bases elementares da cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro e, em especial, as potencialidades e limitações deste movimento. Inicialmente, reconhecido o contexto de crescente interdependência entre os agentes das relações internacionais, em que a figura do ‘Estado interventor’ deu lugar ao ‘Estado regulatório’, são sinteticamente analisadas as principais organizações internacionais que se ocupam da matéria financeira, a fim de se compreender as potencialidades e restrições que cada uma delas apresenta no exercício de atividades regulatórias. Na segunda parte deste artigo, são endereçadas duas dimensões dos modelos de supervisão do sistema financeiro existentes. Preliminarmente, os segmentos que integram o sistema financeiro são

---

5 Não se defende, no entanto, que em momentos de crise sejam adotadas políticas regulatórias restritivas que, embora economicamente indesejáveis, agradem o público como medidas emergenciais, tais como as restrições a vendas a descoberto impostas em 18 de setembro de 2008 pela FSA no Reino Unido e seguidas pela SEC nos Estados Unidos, como respostas à atual crise financeira. Defende-se, outrossim, que, diante de falhas regulatórias empiricamente constatadas, sejam repensadas as premissas que fundamentaram os reguladores na implementação de sistemas de supervisão da atividade financeira. Para uma discussão crítica sobre ambos os assuntos: ENRIQUES, Luca. *Regulators’ response to the current crisis and the upcoming reregulation of financial markets: one reluctant regulator’s view*. Pennsylvania: University of Pennsylvania Journal of International Economic Law, Vol. 30, nº 4, 2009. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1432400](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1432400) e CLIFTON, Matthew. SNAPE, Mark. *The effect of short-selling restrictions on liquidity: evidence from the London Stock Exchange 3* (London Stock Exchange 2008), Disponível em <http://www.londonstockexchange.com/about-the-exchange/regulatory/short-selling-restriction-market-quality-december-2008.pdf>.

apresentados, de acordo com as peculiaridades que justificam a regulamentação de cada um deles. Em seguida, são empírica e teoricamente analisados os modelos de supervisão da atividade financeira vigentes em quatro das principais economias mundiais, à luz das considerações do Grupo dos Trinta e do Departamento do Tesouro norte-americano, respectivamente nos relatórios ‘*The Structure of Financial Supervision — Approaches and Challenges in a Global Marketplace*’, de 6 de outubro de 2008, e ‘*The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*’, publicado em 31 de março de 2009.

Por fim, propõe-se, por meio da leitura propiciada pela teoria dos jogos, analisar os fundamentos da internalização dos *International Financial Report Standards* — IFRS<sup>6</sup> pelo Brasil, mediante a compatibilização das regras contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos participantes do mercado àqueles padrões internacionais. Conforme se pretende demonstrar, são os incentivos econômicos, ou, mais especificamente, a competição regulatória entre os mercados nacionais existentes, e não a cooperação propriamente dita — compreendida como forma desinteressada de se atuar — os reais fundamentos da cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro.

## **II — As organizações internacionais e os limites da cooperação regulatória**

A relevância das organizações internacionais na regulação do sistema financeiro pode ser notada em diversos momentos do século

---

6 Note-se, no entanto, que a adoção dos padrões internacionais adotados pelo Brasil não se restringe aos denominados IFRS e contempla, também, os *International Accounting Standards* — IAS, emitidos pelo International Accounting Standards Committee — IASC, organização criada em 1973 e sucedida em 2001 pelo IASB, cujas origens são discutidas no item II.5 desse trabalho. Com efeito, para os fins do presente estudo — constatar os reais fundamentos da cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro — opta-se pela adoção da expressão genérica IFRS, para designar os padrões contábeis internacionais.

vinte. No entanto, se, por um lado, é possível observar as potencialidades da atuação de determinadas organizações cujos objetivos relacionam-se à matéria financeira, por outro, destacam-se as limitações desse movimento internacional de regulação da atividade financeira. Tais limitações, muitas vezes, decorrem do *modus operandi* dessas organizações internacionais, e, em outras, advém da própria natureza de movimentos regulatórios estranhos ao Estado.

Para os fins deste estudo, serão tratados, neste capítulo, dois assuntos específicos relativos a cada uma das organizações internacionais de maior relevância para a compreensão da atividade regulatória do sistema financeiro global. Após a análise sintética do histórico e das finalidades do Fundo Monetário Internacional — FMI, do Grupo Banco Mundial — BM, da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico — OCDE, da *International Organization of Securities Commissions* — IOSCO e do *International Accounting Standards Board* — IASB, são destacadas as limitações e potencialidades empiricamente observadas no funcionamento de cada uma dessas organizações na tentativa de se regular o ambiente financeiro<sup>7</sup>.

## **II.1 — Fundo Monetário Internacional — FMI**

O Fundo Monetário Internacional — FMI é uma das três organizações integrantes do denominado sistema de Bretton Woods. Diz-se isso, pois, essa organização, assim como o Banco Mundial — BM e o Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento — BIRD, foi criada por meio do acordo que recebeu tal nome, decorrente de uma série de conferências realizadas a fim de reestabelecer a

---

7 Não se pretende, portanto, fazer uma análise estrutural pormenorizada da estrutura e atuação das organizações internacionais que se ocupam com a matéria financeira. Busca-se compreender as limitações e potencialidades no exercício regulatório de cada uma delas, consoante seu escopo de atuação e para fins de verificação dos reais fundamentos da cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro.

ordem do sistema internacional após a segunda grande guerra. Com efeito, embora o Acordo de Bretton Woods tenha sido celebrado em julho de 1944, as três organizações nele previstas somente tornaram-se operacionais em 1946, com o implemento do número de ratificações dos países signatários previsto no acordo<sup>8</sup>.

Segundo síntese da Secretaria de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda, o principal objetivo do FMI é zelar pela estabilidade do sistema monetário internacional, através de incentivos, da cooperação e da consultoria em assuntos monetários, promovidos frente aos seus cento e oitenta e um países-membros<sup>9-10</sup>. Objetiva-se, por meio do FMI, evitar que desequilíbrios nos balanços de pagamentos e nos sistemas cambiais de economias nacionais prejudiquem a expansão do comércio e dos fluxos de capitais internacionais e se favorece, ainda, a progressiva eliminação de restrições cambiais, mediante a prescrição de políticas macroeconômicas consideradas desejáveis. Por último, consoante o acordo que constituiu o FMI, conferiu-se à instituição uma carteira de ativos, composta mediante a colaboração dos países-membros da organização, por meio da qual se permitiu à organização abrir linhas de crédito e conceder recursos, a fim de remediar desequilíbrios no balanço de pagamentos e preservar ou reestabelecer a estabilidade do sistema financeiro internacional.

Com efeito, é da própria estrutura do FMI que decorre a primeira limitação constatada no funcionamento da instituição. Integrado pelos países signatários do Acordo de Bretton Woods, o modelo decisório existente no âmbito do fundo, relativo ao financiamento e suporte a determinadas economias, tal como numa sociedade empre-

---

8 Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/arc/eng/fa/BWC/s4.htm>. Acesso em 1º Jun. 2009.

9 Assim explica o portal da Secretaria de Assuntos Internacionais do Ministério da Fazenda: <http://www.fazenda.gov.br/sain/temas/fmi.asp>. Acesso em 30 Abr. 2009.

10 Conforme portal da organização: <http://www.imf.org>. Acesso em 30 Abr. 2009.

sária<sup>11</sup>, baseia-se na parcela de capital conferida por cada Estado para a composição da carteira da organização<sup>12</sup> e, portanto, distingue-se do sistema deliberativo vigente no âmbito de outras organizações internacionais em que cada país-membro, independentemente de quaisquer critérios, possui igual número de votos<sup>13</sup>. Assim, sob um prisma teórico-social e de acordo com as finalidades do fundo, a forma de se decidir a estrutura da concessão de financiamentos e, sobretudo, as contrapartidas a tal concessão, podem fundamentar questionamentos sobre a ilegitimidade de se conferir maior poder decisório a determinados Estados em detrimento de outros, em função do capital contribuído, uma vez que os assuntos tratados nesse foro afetam a todos, globalmente, num contexto de crescente interdependência econômica<sup>14</sup>.

Historicamente, Joseph Stiglitz nota que a criação do FMI baseou-se em premissas consolidadas ao longo das décadas anteriores e que, em síntese, referiam-se à imperfeição do funcionamento dos mercados. Portanto, impedir a ocorrência de futuras depressões econômicas no sistema internacional reestabelecido, mediante o reconhecimento das falhas de mercado, seria um dos cerne da institui-

---

11 FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* vol. I, 3ª Ed., Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1997. p. 65 e ss.

12 TEMER, Sofia Orberg: <http://www.investidura.com.br/biblioteca-juridica/artigos/relacoes-internacionais/27-fmi.html>. Acesso em 5 Mai. 2009.

13 Distingue-se, pois, o processo deliberativo existente no âmbito do FMI do da Assembléia Geral das Nações Unidas ou do órgão de solução de controvérsias da Organização Mundial do Comércio, nos quais o voto de cada país membro possui igual peso, independentemente de quaisquer critérios. Nesses órgãos, conta-se, igual e individualmente, o voto de cada representante presente para o cômputo das deliberações tomadas, distintamente, portanto, do que ocorre no âmbito do FMI. Assim se explica nos portais eletrônicos da assembléia geral das Nações Unidas e da Organização Mundial do Comércio. Respectivamente: <http://www.un.org/ga/about/background.shtml> e [http://www.wto.org/english/thewto\\_e/whatis\\_e/tif\\_e/disp1\\_e.htm](http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/disp1_e.htm). Acesso em 5 Mai. 2009.

14 Essa posição pode ser teoricamente sustentada, muito embora se admita que as consequências das decisões tomadas no âmbito do FMI sofridas por cada Estado sejam distintas e dependam de outros fatores de diversas naturezas.

ção<sup>15</sup>. Com efeito, conforme destaca o autor, a partir da década de oitenta, as premissas macroeconômicas que fundamentaram a criação do FMI teriam sido invertidas, o que levou a distorções na forma de atuação dessa instituição. Passava-se, então, a, faticamente, se admitir a atuação da organização tão-somente como meio de ser permitir o funcionamento “ótimo” dos mercados, tal como apregoado sob um viés econômico neoclássico. Restringia-se, assim, a atuação estrutural-econômica conjunta do Fundo e do Banco Mundial, que deveria permitir a realização das verdadeiras finalidades que nortearam a celebração do Acordo de Bretton Woods e que, inicialmente, fundamentaram a criação de ambas essas instituições<sup>16</sup>.

Já sob um prisma empiricista, critica-se a eficácia de muitas das medidas macroeconômicas recomendadas pelo FMI e que, comumente, são exigidas como contrapartida à concessão de empréstimos pela instituição. Ainda Joseph Stiglitz destaca que, ao contrário de benéficas, muitas das políticas macroeconômicas formuladas pela instituição e qualificadas pelo autor como recessivas, por diversas vezes, falharam ao não endereçar justamente aquela que deveria ser a principal finalidade da instituição: garantir a estabilidade do sistema de pagamentos global, por, ao invés de consolidarem o fortalecimento de economias já fragilizadas, acentuarem situações de desequilíbrio e dependência<sup>17</sup>.

Tais críticas de ordem político-social e empírico-econômica podem ser estendidas, em seus fundamentos, à atuação regulatória do Banco Mundial. O condicionamento na abertura de linhas de financiamento e na concessão de empréstimos à adoção de políticas macroeconômicas tidas como recessivas é visto, por diversos autores, como ilegítimo e ineficiente. Ilegítimo, dada a natureza *pública* de tais instituições<sup>18</sup>, e ineficaz, à luz dos malefícios causados pela ado-

---

15 STIGLITZ, Joseph E. *A globalização e seus malefícios* A promessa não-cumprida de benefícios globais. São Paulo: Editora Futura, 2002. p. 38.

16 Ibid. p. 38.

17 Ibid. p. 44.

18 Ibid. p. 39.

ção precoce de políticas estritamente liberais, como, por exemplo, a abertura compreendida como inoportuna de mercados emergentes, com a exposição de uma indústria nacional nascente à livre competição internacional<sup>19</sup>.

Por tais razões de ordens política e econômica e que alcançam a atuação do Banco Mundial discutida a seguir, percebem-se as limitações do FMI em sua estrutura atual, como foro adequado à regulação internacional do ambiente financeiro.

## **II.II — Banco Mundial — BM**

Assim como o FMI, o Banco Mundial foi criado em 1º de julho de 1944, em decorrência da celebração, por quarenta e quatro países, do Acordo de Bretton Woods. Integram o Grupo Banco Mundial quatro instituições, com distintos objetivos e características<sup>20</sup>. De acordo com o escopo do presente estudo e consideradas as razões antes apresentadas sobre as limitações da atuação do Banco Mundial na regulação do ambiente financeiro, concentra-se, a seguir, na análise da atividade regulatória realizada por essa instituição, precipuamente, por meio da Corporação Financeira Internacional — CFI.

Uma das principais dimensões da atuação do Banco Mundial através do CFI refere-se ao fomento dos padrões de governança cor-

---

19 Ibid. p. 44.

20 São essas o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento — BIRD (*International Bank for Reconstruction and Development*), a Associação Internacional para o Desenvolvimento — AID (*International Development Association*), a Corporação Financeira Internacional — CFI (*International Finance Corporation*), a Agência Multilateral de Garantia de Investimentos — AMGI (*Multilateral Investment Guarantee Agency*) e o Centro Internacional de Resolução de Controvérsias em Investimentos — CIRCI (*International Center for Settlement of Investment Disputes*). As duas primeiras atuam, precipuamente, no fomento de economias subdesenvolvidas e em desenvolvimento, a quarta concede garantias aos investimentos realizados no âmbito do Grupo e a última serve como fórum de resolução das controvérsias. De acordo com o objeto deste estudo, concentra-se, pois, na atuação do Banco Mundial, especificamente realizada por meio da CFI, ou seja, nas atividades do Banco relacionadas à regulação do ambiente financeiro.

porativa adotados pelos agentes econômicos<sup>21</sup>. Busca-se, por meio da prescrição de boas práticas de governança, garantir a sustentabilidade do desenvolvimento econômico internacional<sup>22</sup>.

Com efeito, a principal virtude do CFI representa, também, sua maior limitação. A prescrição de políticas empresariais teoricamente benéficas à estabilidade econômica retrata sugestões institucionais e, distintamente de diplomas normativos emanados do próprio ente estatal, são de adoção voluntária pelos participantes do mercado. Portanto, salvo quando é o próprio Estado nacional quem adere aos princípios e políticas ditados pelo CFI, bem como por qualquer outro organismo internacional, mediante a internalização de tais instrumentos ao ordenamento jurídico local, a conformação aos padrões regulatórios prescritos pelo BM, através do CFI, é ontologicamente voluntária. É nesse mesmo aspecto que a atuação regulatória do ambiente financeiro realizada pelo BM se aproxima, em suas limitações, à realizada pela OCDE, pela IOSCO e pelo IASB, conforme se passa a analisar.

### **II.III — Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico — OCDE**

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico — OCDE é uma organização internacional intergovernamental, atualmente integrada por trinta países<sup>23</sup>. Criada em 1961 por meio da

---

21 Segundo concepção proposta pela OECD, governança corporativa é: “*the system by which business corporations are directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the corporation, such as the board of directors, managers, shareholders, and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs*”. CLARKSON, Kenneth W. et. al. *West's Business Law: Text and Cases*. 10<sup>th</sup> Ed. Mason: Thomson West Mason, 2006. p. 835.

22 Para informações sobre a atuação da entidade: <http://www.ifc.org/corporategovernance>. Acesso em 1º Mai. 2009.

23 Disponível em: [http://www.oecd.org/pages/0,3417,en\\_36734052\\_36734103\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36734103_1_1_1_1_1,00.html). Acesso em 31 Mai. 2009.



celebração de uma convenção específica com esse fim, a OCDE objetiva a expansão do desenvolvimento econômico e do comércio internacional, principalmente por meio da atuação multilateral de seus países-membros<sup>24</sup>.

Internacionalmente, a OCDE busca realizar suas finalidades por meio do intercâmbio de informações e experiências e do estímulo à adoção do que considera as melhores práticas internacionais, de modo a propiciar a realização dos objetivos econômico-sociais que fundamentaram a institucionalização da organização.

Evidencia-se, assim como nas demais organizações internacionais relacionadas à matéria financeira, a natureza intrinsecamente cooperativa da atuação da OCDE no estabelecimento de padrões regulamentares internacionais<sup>25</sup>. É a voluntariedade da adesão pelos Estados nacionais dos padrões por ela estabelecidos que, ao mesmo tempo, possibilitou a criação da OCDE, como foro para a discussão de políticas econômicas desejáveis e, em contrapartida, restringe o alcance de suas finalidades.

#### **II.IV — *International Organization of Securities Commissions* — IOSCO**

A *International Organization of Securities Commission* — IOSCO foi criada em 1983, por meio da celebração de um convênio entre comissões de valores mobiliários de onze países das Américas. Transformava-se, então, uma organização constituída em 1974 para atuar somente no âmbito interamericano num organismo internacional de maior alcance na cooperação, regulação e fiscalização do mercado de capitais<sup>26</sup>. Atualmente, a IOSCO possui mais de cem mem-

---

24 Disponível em: <http://www.cgu.gov.br/ocde/sobre/index.asp>. Acesso em 31 Mai. 2009.

25 Disponível em: [http://www.oecd.org/pages/0,3417,en\\_36734052\\_36734103\\_1\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/pages/0,3417,en_36734052_36734103_1_1_1_1_1,00.html). Acesso em 31 Mai. 2009.

26 Disponível em: <https://www.iosco.org/about/index.cfm?section=history>. Acesso em 1º Mai. 2009.

bros, responsáveis pela regulação de mais de 90% dos mercados de capitais<sup>27</sup>.

Os objetivos fundamentais dessa organização — principal responsável pela orientação internacional da regulação do mercado de capitais — são reduzir o risco sistêmico global e permitir a negociação justa e eficiente de valores mobiliários pelos participantes do mercado. Em outras palavras, busca a IOSCO garantir, mediante a prescrição de instrumentos regulatórios e do fomento à cooperação internacional, a sustentabilidade do desenvolvimento dos mercados de capitais nacionais.

Três marcos históricos demonstram a importância da IOSCO nesse movimento internacional de regulação do mercado de capitais. Em 1998, a organização adotou uma série de objetivos e princípios que, atualmente, são mundialmente reconhecidos como parâmetros na regulação desse segmento do mercado financeiro<sup>28</sup>. Em 2003, a fim de viabilizar a difusão de tais princípios em distintas jurisdições, a organização elaborou uma ferramenta específica, por meio da qual orientou a metodologia que o regulador nacional deve observar na adoção dos princípios IOSCO, relativos à regulamentação do mercado de capitais. Já em 2005, a organização assentou os termos para que um memorando elaborado três anos antes no âmbito da entidade — relativo à facilitação da troca e informações e da aplicação das normas do mercado de capitais em distintas jurisdições — pudesse vir a ser adotado por comissões de valores mobiliários de todo o mundo<sup>29-30</sup>.

---

27 Ibid.

28 O conjunto dos princípios estabelecidos pela IOSCO encontra-se disponível no portal da Organização, no seguinte endereço eletrônico: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>. Acesso em 1º Mai. 2009.

29 Recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários — CVM, autarquia responsável pela regulação e supervisão do mercado de capitais brasileiro, vem adotando providências para aderir ao *IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding* — MOU datado de 2002 da IOSCO. Nesse esforço, a autoridade brasileira tem participado de inúmeros fóruns existentes no âmbito do organismo, como, por exemplo, em três comitês criados pela IOSCO para combater a crise

Porém, assim como as demais instituições internacionais cujos objetivos incluem a regulamentação da atividade financeira, os princípios e orientações propostos pela IOSCO são de adesão facultativa pelas comissões de valores mobiliários, embora se notem fortes incentivos à internalização de tais recomendações, como instrumento de política macroeconômica benéfico ao ingresso de capitais e conforme se destaca na última parte desse estudo.

## **II.V— *International Accounting Standards Board* — IASB**

O *International Accounting Standards Board* — IASB, criado em abril de 2001, é o organismo internacional responsável pela elaboração e aperfeiçoamento dos *International Financial Report Standards* — IFRS. Mais do que isso, o IASB busca, por meio de estudos sobre demonstrativos contábeis, permitir que padrões fundamentadamente estabelecidos sejam adotados por diversas jurisdições. Como assertiva dos próprios membros dessa organização, a finalidade do IASB é propiciar aos mercados de capitais integrados de todo o mundo uma linguagem contábil comum<sup>31</sup>.

A característica elementar da atividade regulatória do IASB refere-se, tal como das demais organizações internacionais observadas, à voluntariedade na adoção das medidas prescritas por essa entidade.

---

financeira internacional, relativos a vendas a descoberto, mercados não-regulamentados, e instituições não-regulamentadas — *hedge funds* e *private equity funds*. Relatório Anual da autarquia de 2008. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relat%C3%B3rio\\_Anuar\\_CVM2008.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/relgest/Relat%C3%B3rio_Anuar_CVM2008.pdf). Acesso em 9 Jun. 2009.

30 Note-se, no entanto, que a cooperação internacional na regulação do mercado de capitais não se restringe à atuação de organismos internacionais ou, especificamente, da IOSCO. Por exemplo, a CVM possui, vinte e nove acordos bilaterais de cooperação celebrados com vinte e oito países. Sobre o assunto, HOMEM, José Luis, MELLO, Tatiana, *Acordos entre órgãos regulatórios sinalizam cooperação*. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/090603NotA.asp>. Acesso em 3 Jun. 2009.

31 O memorando em que são apresentados os objetivos e finalidades do IASB encontra-se disponível em: <http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/95C54002-7796-4E23-A327-28D23D2F55EA/0/April09Whowareandwhatwedo.pdf>. Acesso em 1º Mai. 2009.

Com efeito, é justamente a consideração dos incentivos dos Estados na internalização dos IFRS para elaboração das demonstrações contábeis pelos participantes do mercado como instrumento de política regulatória e dada a facultatividade dessa adoção o objeto de análise da parte final deste trabalho. Antes disso, passa-se ao estudo de três aspectos fundamentais à compreensão da atividade regulatória dos segmentos que integram o setor financeiro: as particularidades, os fundamentos e os modelos de supervisão desse ramo da atividade econômica em diversas economias no mundo.

### **III — Modelos regulatórios do sistema financeiro: escopo, fundamentos, limites e potencialidades**

A saída para a atual crise econômica mundial passa obrigatoriamente pela adoção de regras mais transparentes e rígidas para os mercados financeiros internacionais<sup>32</sup>. (Jorge Gerdau Johannpeter, 2009).

#### **III.I — O sistema financeiro: os mercados financeiro, previdenciário, securitário e de capitais**

A atividade financeira é composta por mercados estritamente distintos, em que, pela natureza e finalidades de cada segmento, inicialmente, justifica-se a adoção de modelos regulatórios específicos por cada um deles. Os mercados: (i) financeiro em sentido estrito<sup>33</sup>, (ii) previdenciário, (iii) securitário e (iv) de capitais diferenciam-se em suas características e finalidades, o que, por sua vez, explica a

---

32 JOHANNPETER, Jorge Gerdau, *Crise e regulação*. Disponível em: <http://www.clicrbs.com.br/zerohora/jsp/default2.jsp?uf=1&local=1&source=a2312985.xml&template=3898.dwt&edition=11195&section=1012>. Acesso em 21 Abr. 2009.

33 Utiliza-se, aqui, a expressão mercado financeiro em sentido estrito como sinônimo de mercado bancário, consoante denominação proposta por Marcelo Fernandez Trindade. Seminário proferido em 24 Mar. 2009, no Curso de Extensão em Direito do Mercado de Capitais na Pontifícia Universidade Católica — Rio.

adoção de modelos regulatórios específicos e, como se observa a seguir, a instituição de entes especializados com finalidades correspondentes à natureza de cada um desses segmentos<sup>34</sup>.

O mercado financeiro em sua acepção estrita é definido por Francisco Cavalcante como o conjunto de mecanismos voltados para a transferência de recursos entre agentes econômicos<sup>35</sup>. O autor caracteriza esse segmento da atividade econômica como o 'local' de realização de transações com títulos de prazos médio, longo e indeterminado, voltados para o desenvolvimento de atividades de diversas naturezas<sup>36</sup>. Por sua finalidade, compreende-se que o regulador do mercado financeiro deve, precipuamente, preocupar-se com a solidez das instituições que o integram, de modo a garantir que os agentes econômicos possam cumprir suas obrigações de pagamento. Para tanto, instrumentos como o depósito compulsório e o fundo garantidor são instituídos, sempre com vistas a garantir a solidez do sistema bancário<sup>37</sup>. Conforme se observa a seguir, não se distinguem nesse tocante os mercados previdenciário e securitário.

---

34 Com efeito, conforme se discute na terceira parte deste capítulo, a existência de entes específicos responsáveis pela regulamentação de cada segmento do mercado financeiro pode ser compreendida como obsoleta e potencial geradora de ineficiências regulatórias, face à maior fluidez e proximidade que os ambientes do sistema financeiro apresentam.

35 CAVALCANTE, Francisco. et. al. Op. cit. p. 331.

36 Ibid. p. 331.

37 Especificamente quanto à regulação do ambiente financeiro em sentido estrito, observam-se esforços históricos na tentativa de se prescrever padrões internacionais a serem observados pelas instituições financeiras. O *Bank for International Settlements* — BIS criou o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (*Basle Committee on Banking Supervision*) que, por sua vez, promulgou o Acordo da Basileia inserindo os princípios de supervisão bancária e um sistema para mensuração e padronização dos requerimentos mínimos de capital. Conforme explica Ana Lilian de Menezes Furtado, o Acordo de Adequação de Capital da Basileia I, celebrado em 1988, estabeleceu níveis mínimos de proporção entre o capital e o valor dos ativos dos bancos, como forma de garantir sua solidez e segurança dos mercados financeiros mundiais, acordo esse cujos termos foram submetidos à revisão em 2001, com vistas a dar maior solidez ao ambiente financeiro internacional. Para uma análise específica sobre os principais termos do novo Acordo de Basileia: [www.andima.com.br/publicacoes/arqs/2001\\_basileia.pdf](http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/2001_basileia.pdf). E sobre a discussão

Enquanto no primeiro o regulador deve atentar especialmente para a capacidade da instituição receptora de recursos de prover a remuneração aos consortes do fundo na data e nos termos em que foi acordada, o regulador do mercado securitário deve se assegurar que as instituições que prestam serviços de seguro sejam capazes de, recebido o prêmio pago em razão do seguro contratado, arcarem com a apólice na ocorrência do fortuito garantido. Assim, em ambos esses mercados e tal como no mercado financeiro, a preocupação central do regulador, ao supervisionar o funcionamento destes segmentos da atividade econômica, é garantir a solidez das instituições que os integram.

Por outro lado, o mercado de capitais difere dos demais segmentos que compreendem o sistema financeiro, pois, distintamente daqueles, o risco de quebra e, por consequência, de insolvência dos emissores, é inerente ao investimento realizado. Dois exemplos evidenciam essa premissa em que se funda a supervisão do mercado de capitais. Ao adquirir ações de uma dada companhia, o investidor torna-se proprietário de fração ideal de seu capital. Assim, irá usufruir eventuais ganhos da atividade por ela realizada na proporção do capital de que seja titular, da mesma forma que, em regra, perderá o valor investido no caso de quebra da companhia<sup>38</sup>. Da mesma forma, investidores adquirem títulos de dívida na expectativa de receberem a remuneração correspondente aos juros e a devolução do valor principal pago e, em contrapartida, assumem o risco de insolvência da companhia emissora, no limite do valor desembolsado para a aquisição de tais títulos<sup>39</sup>.

---

do assunto no contexto brasileiro: FURTADO, Ana Lilian de Menezes, *Acordo da Basileia: um estudo sobre as suas influências e implementação no sistema financeiro brasileiro*. Monografia defendida frente ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, julho, 2005.

38 BORBA, José Edwaldo Tavares, *Direito societário*. 9<sup>a</sup> Ed., Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2004. p-p. 265 e 266.

39 Ibid.

Apresentados os pressupostos que fundamentam os sistemas jurídicos contemporâneos na regulação do mercado de capitais e, especificamente, as peculiaridades que justificam as distinções na regulação desse segmento da atividade financeira em relação aos demais, passa-se à análise de alguns modelos de supervisão do ambiente financeiro, estudados à luz das considerações presentes no relatório do Grupo dos Trinta sobre o assunto.

### **III.II — Modelos de supervisão da atividade financeira: classificação e premissas**

O Grupo dos Trinta é uma organização internacional privada criada em 1978, cujo principal objetivo é compreender a dinâmica da economia e do mercado global, de modo a conceber instrumentos que favoreçam seu melhor funcionamento<sup>40</sup>. Nessa perspectiva, a organização elaborou um relatório, em que, de um lado, sintetizou as premissas em que deve se fundar o regulador na construção de sistemas de supervisão da atividade financeira e, de outro, analisou criticamente os modelos regulatórios implementados em diversas economias de relevância global<sup>41</sup>.

Conforme discutido na primeira etapa deste trabalho, os movimentos que se sucederam de regulação e desregulamentação da atividade financeira apresentaram, como pano de fundo, a crescente complexidade dos ativos financeiros oferecidos nacional e internacionalmente. Mais do que isso, essa maior complexidade dos diversos

---

40 Mais informações sobre os objetivos da organização encontram-se disponíveis no portal eletrônico da entidade: <http://www.group30.org>. Acesso em 20 Mai. 2009.

41 As dezessete jurisdições analisadas no Relatório '*The Structure of Financial Supervision — Approaches and Challenges in a Global Marketplace*', publicado em 6 de outubro de 2008 pelo Grupo dos Trinta são as seguintes: Austrália, Brasil, Canadá, China, França, Alemanha, Hong Kong, Itália, Japão, México, Holanda, Qatar, Singapura, Espanha, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos.

ramos que integram a atividade financeira foi observada num contexto de maior proximidade entre as economias nacionais, em que a dinâmica dos mercados mostrava-se capaz de levar tanto a momentos comuns de prosperidade, como a crises internacionais sistêmicas<sup>42</sup>.

Diante de tais circunstâncias, o Grupo dos Trinta analisou criticamente os modelos regulatórios existentes nas principais economias mundiais e desses extraiu premissas regulatórias que seriam comuns a todos os mercados observados, nas quais, sustenta, o regulador nacional deve se basear na concepção de modelos de supervisão dos diversos ramos que integram a atividade financeira. Dentre essas e, de acordo com os fins do presente estudo, duas máximas regulatórias podem ser destacadas.

Em primeiro lugar, é imprescindível que, ao se regular a atividade financeira, se busque fazê-lo da forma mais eficiente ou, em outras palavras, é necessário que sejam ponderados os custos decorrentes de regulação *vis à vis* os benefícios dela esperados. Sobretudo, interessa ao regulador prezar pela efetividade dos modelos de supervisão financeira, não só em cenários de estabilidade econômica, mas, principalmente, em contextos de crise, quando se expõe à prova a eficácia do modelo de supervisão por ventura existente. É principalmente à luz dessas duas premissas — da eficiência e da eficácia — consideradas valores de aferição dos modelos regulatórios empiricamente observados pelo Grupo dos Trinta, que, em seguida, são analisados alguns dos principais sistemas existentes na supervisão dos diversos segmentos que integram a atividade financeira.

---

42 Conforme apresentou o Departamento do Tesouro norte-americano ao fundamentar a necessidade de se revisitar o modelo de supervisão da atividade financeira existente nesse país face aos novos desafios expostos pela intensificação do processo de internacionalização das economias: "(...) *The increasing interconnectedness of the global capital markets poses new challenges: an event in one jurisdiction may ripple through to other jurisdictions*". *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. Disponível em: <http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>. Acesso em 31 Mai. 2009.



### III.II.I — Metodologia da exposição e fundamentos

Divide-se a análise das considerações do Grupo dos Trinta sobre os sistemas de supervisão financeira existentes em algumas das principais economias mundiais em quatro partes — correspondentes aos modelos regulatórios empiricamente observados pela organização, quais sejam: (i) institucional; (ii) funcional; (iii) integrado; e (iv) *twin picks*.

O modelo institucional de supervisão do sistema financeiro é aquele em que é o *status* legal do participante do mercado, por exemplo, banco comercial, corretora, distribuidora de valores mobiliários, sociedade seguradora ou entidade de previdência complementar, que determina o ente responsável pela supervisão e regulação de sua atividade<sup>43</sup>.

Já o modelo funcional é aquele em que a atividade desenvolvida, e não o *status* legal do participante do mercado, que implica a determinação do ente responsável pela supervisão e regulação especificamente desse exercício<sup>44</sup>.

Em seu lugar, de acordo com o relatório do Grupo dos Trinta, o modelo integrado de supervisão do sistema financeiro é aquele em que um único ente é responsável pela supervisão de todos os âmbitos que integram o sistema financeiro: (i) financeiro em sentido estrito; (ii) securitário; (iii) previdenciário; e (iv) de capitais<sup>45</sup>.

O último dos modelos observados no relatório do Grupo dos Trinta é o *twin picks*. Esse consiste na tentativa de se regular os diversos âmbitos da atividade financeira, não pela natureza da atividade desenvolvida ou pelo *status* do agente econômico, mas sim à luz dos objetivos inerentes à supervisão do ambiente financeiro e que, tal como no modelo australiano de supervisão discutido adiante, justifi-

---

43 Relatório 'The Structure of Financial Supervision — Approaches and Challenges in a Global Marketplace', publicado em 6 de outubro de 2008 pelo Grupo dos 30. Op. cit., p. 13.

44 Ibid. p. 13.

45 Ibid. p. 13.

cam sua realização por entes específicos e distintos. Enquanto nesse país cabe ao primeiro ente instituído concentrar-se na supervisão e verificação da atuação dos agentes no mercado e, para tanto, exerce atividades inerentemente prudenciais, ao segundo compete regulamentar os mercados que integram o ambiente financeiro<sup>46</sup>.

Diante da classificação proposta, cada um dos modelos de regulação delineados pela organização é discutido a seguir de acordo com sua adoção em uma dada jurisdição, a fim de se permitir a melhor compreensão de suas potencialidades e limitações. Opta-se, assim, por se analisar, em espécie, os modelos de supervisão da atividade financeira vigentes em Hong Kong, no Brasil, no Reino Unido e na Austrália, pois, representativos de cada um dos modelos delineados pelo Grupo dos Trinta na análise da supervisão da atividade financeira global<sup>47</sup>.

### **III.II.II — Modelo institucional**

Conforme preliminarmente apresentado, o modelo institucional de supervisão do sistema financeiro é aquele em que o *status* legal do participante do mercado, e não a natureza da atividade por ele desenvolvida, que determina a autoridade responsável pela supervisão e regulação daquela atividade<sup>48</sup>.

---

46 Ibid. p. 13.

47 As razões da escolha de tais jurisdições para o estudo dos quatro modelos de supervisão financeira observados pelo Grupo dos 30 obedeceu aos seguintes critérios: Hong Kong, por ser o mais desenvolvido dos mercados que adotam o modelo institucional em volume de ativos negociados; Brasil, por caracterizar um exemplo de modelo funcional e, especialmente, em virtude do interesse em compará-lo com os demais modelos de supervisão da atividade financeira analisados; Reino Unido, pela relevância e antiguidade desse mercado e pela notoriedade da *Financial Services Authority*, como modelo de regulador integrado; e Austrália, por representar um modelo regulatório em que, conforme se destaca adiante, outras jurisdições têm se baseado na discussão sobre reformas de seus próprios modelos de supervisão da atividade financeira.

48 Ibid., p. 13.

Das dezessete jurisdições observadas pelo Grupo dos Trinta, adotam o modelo institucional de supervisão da atividade financeira a China, o México e Hong Kong. Nesse último mercado, considerado um dos principais centros financeiros internacionais, optou-se pela prescrição de um modelo institucional que contempla elementos funcionais<sup>49</sup>. Em outras palavras, em Hong Kong, é o *status* jurídico do agente econômico que, *ex-ante*, determina o ente responsável pela regulamentação da atividade desenvolvida, reconhecidas determinadas peculiaridades relativas às distintas funções que um determinado agente pode exercer no ambiente financeiro.

As principais autoridades na supervisão desse mercado são a *Hong Kong Monetary Authority* (HKMA), a *Securities and Futures Commission* (SFC), a *Office of the Commissioner of Insurance* (OCI) e a *Mandatory Provident Fund Schemes Authority* (MPFA), respectivamente responsáveis pela supervisão das atividades bancária, de valores mobiliários e derivativos, securitária e previdenciária<sup>50-51</sup>.

Com efeito, à luz das duas premissas utilizadas no presente estudo para se avaliar criticamente as potencialidades e limitações de cada um dos modelos observados pelo Grupo dos Trinta — a eficiência e a eficácia — três características relativas ao modelo institucional podem ser destacadas.

Nos últimos anos, a atividade financeira global tem se tornado progressivamente mais complexa. Instituições que, antes, concentravam-se num único segmento da atividade financeira, expandiram sua atuação para outros mercados. Mais do que isso, a complexização

---

49 As características do modelo funcional de supervisão da atividade financeira e que motivaram o regulador em Hong Kong a contemplar alguns desses elementos no modelo tipicamente institucional de supervisão vigente nesse mercado são observadas adiante.

50 O organograma do modelo de supervisão da atividade financeira vigente em Hong Kong encontra-se anexo ao presente estudo.

51 Conforme descreve o Relatório sobre os modelos de supervisão da atividade financeira, o sistema vigente em Hong Kong é resultante de recentes reformas instituídas e prescritas em 1992, como medida preparatória para a transição de Hong Kong à qualidade de região administrativa da República Popular da China ocorrida em 1o de julho de 1997. *The Structure of Financial Supervision — Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, publicado em 6 de outubro de 2008 pelo Grupo dos 30. Op. cit., p. 68.

dos produtos financeiros dificultou o conhecimento, *ex ante*, do regulador ao qual um determinado produto financeiro ou a que agente responsável por sua disponibilização estaria submetido<sup>52</sup>.

Por sua vez e conforme se discute a seguir, modelos outros de supervisão da atividade financeira, ao partirem de premissas distintas para definir a autoridade competente pela supervisão dos mercados bancário, previdenciário, securitário e de capitais, são capazes de, ao mesmo tempo, alcançar melhores resultados regulatórios que o modelo institucional, e de assim fazê-lo, impondo custos regulatórios inferiores aos agentes econômicos<sup>53</sup>.

Especificamente sob o prisma da eficácia da supervisão realizada, note-se que o modelo institucional apresenta, por definição, dificuldades na compatibilização da atividade regulatória desenvolvida pelas diversas autoridades existentes. Na medida em que é o *status* jurídico do agente econômico, e não a natureza da atuação desse agente, que define o ente a quem compete supervisioná-lo restringe-se o alcance da regulação implementada a qual, muitas vezes, não reflete a crescente fluidez observada entre os segmentos que integram a atividade financeira.

Consideradas as fragilidades do modelo institucional, as quais implicam elevados custos regulatórios e, em contrapartida, demonstram a ineficácia desse viés de supervisão da atividade financeira — inepto, por não considerar a realidade dos mercados em sua contemporaneidade — passa-se à análise dos demais modelos observados pelo Grupo dos Trinta.

---

52 Explica o Departamento do Tesouro norte-americano, no relatório *Blueprint* sobre a reformulação dos modelos de supervisão da atividade financeira: “*Finally, the convergence of financial services providers and financial products has increased over the past decade. Financial intermediaries and trading platforms are converging. Financial products may have insurance, banking, securities, and futures components*”. *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. Op. cit.

53 Custos esses relacionados à indefinição de se saber a que regulador determinado agente econômico ou produto financeiro encontra-se sujeito.

### III.II.III — Modelo funcional

O modelo funcional de supervisão da atividade financeira pode ser entendido como aquele em que, distintamente do modelo institucional, não é o *status* legal do participante do mercado, mas sim a atividade por ele desenvolvida, que implica a determinação do ente responsável pela supervisão daquela atividade. Além do Brasil, de acordo com o relatório do Grupo dos Trinta, dentre as jurisdições analisadas, adotam o modelo funcional na regulação e supervisão do ambiente financeiro França, Itália e Espanha<sup>54</sup>.

Caracterizado como tipicamente funcional, que contempla elementos institucionais, o modelo brasileiro apresenta as seguintes entidades como as principais responsáveis pela supervisão do sistema financeiro: o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Banco Central do Brasil (BCB), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)<sup>55-56-57</sup>.

Sob os prismas da eficiência e da eficácia, duas dimensões desse modelo destacam-se. Embora o modelo funcional reconheça a realidade da atividade financeira ao não condicionar, assim como faz o modelo institucional, a definição da autoridade supervisora ao *sta-*

---

54 Muito embora esteja em curso nesse último mercado um processo de reforma do modelo de supervisão do ambiente financeiro. Busca-se, pelas razões apresentadas no item 2.2.5 deste estudo, adotar na Espanha um modelo mais próximo ao *twin picks*.

55 O sistema de supervisão da atividade financeira vigente no Brasil foi implementado por meio das Leis nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1965 e nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. A primeira, por meio da qual foi instituído o Banco Central do Brasil, cuja denominação original era Banco Central da República do Brasil, e o CMN, e a segunda, que instituiu a CVM, como autarquia responsável pela supervisão do mercado de capitais brasileiro.

56 A PREVIC foi criada pela Lei nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009, em substituição à Secretaria de Previdência Complementar (SPC), com a competência de fiscalizar e supervisionar os fundos de pensão e aprovar seus respectivos estatutos e convênios dos quais façam parte.

57 O organograma do modelo de supervisão da atividade financeira vigente no Brasil encontra-se anexo ao presente estudo.

tus legal do agente econômico, a determinação regulatória realizada de acordo com a natureza da atividade desenvolvida nem sempre propicia segurança aos participantes do mercado. É comum que, em mercados que adotam o modelo funcional, agentes econômicos entendam que estão sujeitos à supervisão de determinada autoridade regulatória e, portanto, busquem se adequar aos padrões por aquela estabelecidos quando, na verdade, pela natureza muitas vezes ambígua de determinados produtos financeiros, é outra a autoridade responsável pela supervisão daquela atuação<sup>58</sup>. Disso podem decorrer tanto conflitos negativos de competência, quando distintas entidades entendem que determinada matéria encontra-se fora da alçada de sua atuação, como positivos, em que a regulação concomitante realizada

---

58 No julgamento do Processo CVM nº. 2007-11593, realizado em 15 de janeiro de 2008, que tratou do pedido de dispensa de registro de oferta pública de cédulas de crédito bancário (“CCB”) de emissão da Brascor Investimentos Imobiliários Ltda, realizado pelo Itaú BBA S.A., observa-se um exemplo da imposição de custos regulatórios sobre os agentes econômicos, em virtude do desconhecimento prévio sobre se um ativo encontra-se sujeito à supervisão de determinada autoridade. No caso, o colegiado da CVM entendeu que, em virtude das características da emissão em questão —20 CCBs, com (a) valor de R\$1 milhão cada; (b) prazo de 18 meses; e (c) remuneração pelo CDI mais um spread de 1 p.p. e (d) cujos destinatários da oferta seriam apenas fundos de investimento, estava-se diante de contratos de investimento coletivo, valores mobiliários, portanto, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 1976, nos termos do artigo 2º, IX desse diploma e, mais especificamente, a prévio registro na CVM para negociação. Isso porque, nos termos do voto do diretor Marcos Barbosa Pinto, além de preencher os requisitos para sua configuração como contratos de investimento coletivos, as CCBs em questão seriam negociadas (a) mediante oferta pública; e (b) a instituição ofertante excluía sua responsabilidade como pagadora do título. Posição essa sobre a qualificação de CCBs com essas características como valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 1976 compartilhada por Ary Oswaldo Mattos Filho. Por outro lado, Nelson Eizirik discorda do entendimento adotado pelo colegiado. Para o autor, não estariam preenchidos os requisitos para configuração das CCBs em questão como contratos de investimento coletivo, eis que, na hipótese, inexistiria um elemento fundamental para tal caracterização: a existência de um empreendimento comum, do qual decorreria a remuneração ao detentor do título. Nesse caso, sustenta, a entrega de recursos pela instituição financeira apenas visa representar o crédito concedido em operação correlata, a fim de facilitar a cobrança da importância emprestada e a circulação do crédito. Para a discussão a respeito: EIZIRIK, Nelson. *Mercado discute natureza jurídica de cédula de crédito bancário*. FILHO, Ary Oswaldo Mattos, *Cédulas de crédito bancário devem ser regradas pela CVM*. Ambas disponíveis em: <http://www.bovespa.com.br/Investidor/Juridico/080424NotA.asp>. Acesso em 16 Jun. 2009.

por diversas autoridades pode se mostrar antinômica ou conflitante. Ambas essas situações elevam os custos regulatórios e, portanto, geram ineficiências na normatização do ambiente financeiro<sup>59-60</sup>.

Mais do que isso, a existência de distintos reguladores pode implicar a produção de resultados regulatórios ineficazes especificamente quanto a determinados agentes ou produtos relacionados a mais de um segmento financeiro. Muitas vezes, exigências regulatórias de determinada autoridade que, inicialmente, são compreendidas como razoáveis, mostram-se onerosas e injustificadas frente à regulação imposta por outra autoridade, à qual o agente ou o produto também esteja submetido<sup>61-62</sup>.

---

59 Explica o relatório *Blueprint*, elaborado pelo Departamento do Tesouro norte-americano: “(...) *in the face of increasing convergence of financial services providers and their products, jurisdictional disputes arise between and among the functional regulators, often hindering the introduction of new products, slowing innovation, and compelling migration of financial services and products to more adaptive foreign markets*”. *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. Op. cit.

60 A duplicação de esforços relativa ao modelo funcional diz respeito, também, ao exercício de determinadas funções na supervisão da atividade financeira. Conforme se discute no relatório *Blueprint*: “*Finally, a functional system also results in duplication of certain common activities across regulators. While some degree of specialization might be important for the regulation of financial institutions, many aspects of financial regulation and consumer protection regulation have common themes. For example, although key measures of financial health have different terminology in banking and insurance—capital and surplus respectively—they both serve a similar function of ensuring the financial strength and ability of financial institutions to meet their obligations. Similarly, while there are specific differences across institutions, the goal of most consumer protection regulation is to ensure consumers receive adequate information regarding the terms of financial transactions and industry complies with appropriate sales practices*”. Ibid.

61 Por exemplo, no Brasil, até 24 de setembro de 2009, a regulamentação das entidades fechadas de previdência complementar exigia que tais entidades, compreendidas como investidores qualificados pela regulamentação da CVM (art. 109, da Instrução CVM nº. 409, de 2003), somente subscrevessem valores mobiliários decorrentes de ofertas públicas registradas naquela autarquia. Dispunha a Resolução CMN nº. 3.121, de 25 de setembro de 2003: “Somente podem integrar os diversos segmentos e carteiras referidos neste regulamento ações, debêntures e outros valores mobiliários de distribuição pública, bônus de subscrição de companhias abertas e certificados de depósito de ações cuja distribuição tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários, ressalvados os casos expressamente previstos neste regulamento”. Por sua vez, a CVM publicou em janeiro de 2009, a Instrução CVM nº. 476, que trata da ‘dispensa’ de

Por tais razões, a fim de se mitigar a produção de resultados regulatórios ineficientes ou ineficazes, o Grupo dos Trinta destaca a importância de que, em sistemas de supervisão dotados de características funcionais, haja esforços para se aproximar a atuação das autoridades supervisoras dos diversos segmentos da atividade financeira e,

---

registro para ofertas públicas realizadas com esforços restritos, por exemplo, daquelas que, dentre outras características, sejam destinadas a investidores qualificados. Dessa forma, pela simples necessidade formal de obtenção de “registro” — antes imposta pela regulamentação específica — vedava-se aos fundos de pensão subscreverem valores mobiliários decorrentes de ofertas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009. Assim, eram desnecessariamente impostos custos aos captadores de recursos que realizassem ofertas destinadas a entidades fechadas de previdência complementar. Diante de tal óbice regulamentar, a Associação Nacional dos Bancos de Investimento sugeria aos participantes do mercado que: “Esse entendimento [sobre dispensa de registro de emissões destinadas a fundos de pensão] quem deve estabelecer é o PREVIC, o Conselho Monetário Nacional, mas quem tem a dispensa do registro não teria um valor mobiliário registrado [e, portanto, não atenderia ao requisito regulamentar]”. Às ofertas que tenham como destinatários fundos de pensão, resta, assim, a requisição de adoção de procedimento diferenciado, nos termos do artigo 4º, da Instrução CVM nº 400; de 2003, e não a dispensa de registro”. <http://www.anbid.com.br>. Com efeito, não somente em atenção à demanda do mercado, mas, principalmente, diante da ineficiência gerada pelo laceramento da regulamentação aplicável, tal exigência foi superada pela alteração promovida pelo Conselho Monetário Nacional, através da edição da Resolução 3.792, mediante a seguinte disposição mais abrangente, que visa compatibilizar a normatização realizada por cada autoridade envolvida na supervisão da atuação de fundos de pensão: “Art. 25. A emissão, a distribuição e a negociação dos títulos e valores mobiliários devem observar as normas estabelecidas pelo BACEN ou pela CVM”. A íntegra do normativo encontra-se disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/normativo/detalharNormativo.do?N=109082281&method=detalharNormativo>.

62 Reconhece tais limitações do modelo funcional de supervisão da atividade financeira o Departamento do Tesouro norte-americano, ao afirmar, no que tange ao modelo vigente nesse país, que: “*Largely incompatible with these market developments is the current system of functional regulation, which maintains separate regulatory agencies across segregated functional lines of financial services, such as banking, insurance, securities, and futures. A functional approach to regulation exhibits several inadequacies, the most significant being the fact that no single regulator possesses all of the information and authority necessary to monitor systemic risk, or the potential that events associated with financial institutions may trigger broad dislocation or a series of defaults that affect the financial system so significantly that the real economy is adversely affected. In addition, the inability of any regulator to take coordinated action throughout the financial system makes it more difficult to address problems related to financial market stability*”. *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. Op. cit.



em especial, de se produzir, qualitativa e quantitativamente, elevados fluxos informacionais entre elas.

Conforme se observa a seguir, é justamente no reconhecimento das fragilidades existentes nos modelos institucional e funcional que residem as principais potencialidades do modelo integrado de supervisão da atividade financeira.

### **III.II.IV — Modelo integrado**

De acordo com o relatório elaborado pelo Grupo dos Trinta, o modelo integrado de supervisão do ambiente financeiro é aquele em que um único ente é responsável pela supervisão de todos os setores que integram o sistema financeiro: (i) bancário; (ii) securitário; (iii) previdenciário; e (iv) de capitais. Entre outros mercados<sup>63</sup>, o modelo integrado de supervisão vige no Reino Unido, por meio da atuação da *Financial Services Authority* (FSA)<sup>64-65</sup>.

Nos fundamentos e limitações discutidos no estudo dos modelos institucional e funcional encontra-se a principal virtude da vertente integrada na regulação do ambiente financeiro. Mitigar redundâncias, antinomias ou conflitos regulatórios de qualquer espécie é uma vantagem econômica do sistema integrado em comparação àqueles modelos<sup>66</sup>, que, portanto, mostra-se mais eficiente e eficaz no alcance dos objetivos da supervisão.

---

63 Segundo o relatório do Grupo dos Trinta, adotam o modelo integrado Canadá, Alemanha, Japão, Qatar, Singapura e Suíça. *The Structure of Financial Supervision — Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, Op. cit., p. 123.

64 O organograma do modelo de supervisão da atividade financeira vigente no Reino Unido encontra-se anexo ao presente estudo.

65 Antecedeu o modelo integrado de supervisão da atividade financeira no Reino Unido um regime de autorregulação promovido pelos participantes do mercado, sucedido por um contexto de crise financeira no final da década de setenta, que levou a reformas realizadas em 1979 e 1987 — especificamente quanto à regulação do mercado bancário — e em 1997, 1998 e 2000, que consolidou o regime integrado vigente no Reino Unido.

66 Note-se, no entanto, que tais situações são passíveis de ocorrer mesmo no modelo integrado.

Com efeito, há uma característica intrínseca ao modelo integrado de supervisão da atividade financeira que pode ser compreendida como sua principal fragilidade. Ao se concentrar a supervisão de todos os quatro segmentos da atividade financeira em uma só autoridade, pode-se criar um monopólio burocratizado, pouco capaz de exercer suas muitas atribuições. Mais do que isso, pode-se argumentar que, ao se contemplar a supervisão de todas as atividades relacionadas ao sistema financeiro numa única autoridade, acaba-se por se reduzir a capacidade de se desenvolver políticas regulatórias prudenciais, ao se restringir a competição regulatória entre as autoridades responsáveis pela supervisão de distintos segmentos da atividade financeira que existiriam em outros modelos.

Pelo reconhecimento teórico e empírico de tais questões é que se chegou à concepção do último dos quatro modelos observados pelo grupo dos trinta — o *twin picks* — o qual se passa a analisar.

### **III.II.V — *Twin Picks***

O modelo *twin picks* é, em linhas gerais, uma forma de regulação por objetivo do sistema financeiro. Nesse modelo, destacam-se, basicamente, duas<sup>67</sup> atividades de supervisão intrinsecamente distintas e que justificam sua realização por um ou mais reguladores integrados<sup>68</sup>. Enquanto o primeiro dos dois objetivos do modelo é supervisionar a atuação dos agentes nos segmentos que integram a ativida-

---

Na medida em que, assim como no Reino Unido, compete a distintos órgãos, embora integrantes de um mesmo ente, a supervisão dos segmentos que compreendem a atividade financeira, deficiências informacionais ou integrativas entre tais órgãos podem levar a falhas na regulação.

67 Ressalva-se que o modelo de regulação por objetivo não se limita à definição específica de duas finalidades aos reguladores instituídos, tal como ocorre na Austrália. Por exemplo, conforme se observa a seguir, o modelo de supervisão que se encontra em discussão no mercado norte-americano prescreve três finalidades na proposta de se regular por objetivo os segmentos que integram a atividade financeira desse país.

68 Conforme analisado a seguir, a matriz adotada para se explicar os fundamentos do modelo *twin picks* de supervisão do sistema financeiro tem, como base, o modelo vigente na Austrália.

de financeira e que corresponde a atividades inerentemente prudenciais, o segundo refere-se à regulação em si de tais mercados. É esse o modelo adotado na Holanda e na Austrália, país cujo sistema vigente se observa a seguir<sup>69</sup>.

No final dos anos oitenta, em função da percepção de que o modelo regulatório então vigente na Austrália não mais refletia as premissas que o embasaram, os segmentos do mercado financeiro desse país sofreram um processo de desregulamentação, cujo contexto é tratado na primeira parte deste estudo. Tal processo foi sucedido pela implementação do modelo de regulação por objetivo que teve curso ao longo dos anos noventa<sup>70</sup>, pois, compreendido como uma forma mais eficiente e eficaz de regular os segmentos que integram o sistema financeiro em comparação às três antes observadas<sup>71</sup>.

Nessa perspectiva, foram constituídas duas autoridades específicas, às quais competiria, respectivamente, o exercício de atividades prudenciais ou de supervisão dos mercados financeiro, securitário, previdenciário e de capitais, e regulatório-normativas, respectivamente: a *Australian Prudential Regulation Authority* (APRA) e a *Australian Securities and Investments Commission* (ASIC).

Conforme conclui o Grupo dos Trinta, o modelo *twin picks* foi concebido de modo a permitir o proveito de todos os benefícios e eficiências regulatórios do modelo integrado e capaz de endereçar os conflitos inerentes entre alguns dos principais objetivos regulatórios. Explica-se: por meio do *twin picks*, permite-se a existência de uma regulação eficaz, com foco na estabilidade do ambiente financeiro, e que, ao mesmo tempo, garante a proteção ao consumidor de produtos financeiros e a transparência da atuação dos agentes no mercado.

---

69 O organograma do modelo de supervisão da atividade financeira vigente na Austrália encontra-se anexo ao presente estudo.

70 *The Structure of Financial Supervision — Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, publicado em 6 de outubro de 2008 do Grupo dos 30. Op. cit., p. 189.

71 Ibid. p. 188.

As vantagens deste modelo em relação aos demais vêm fundamentando discussões sobre a reformulação do ambiente regulatório de diversos países, como na Espanha e nos Estados Unidos. Especificamente nesse país, o *U.S. Treasury Blueprint*<sup>72</sup> justifica a adoção de um modelo próximo ao *twin picks* e que consistiria, tal como na Austrália, na instituição de uma forma de regulação por objetivo, em substituição ao modelo hoje vigente nos Estados Unidos<sup>73-74</sup>.

Com efeito, distintamente do modelo regulatório australiano, que contempla a realização de dois objetivos principais — prudenciais e regulatórios — o modelo proposto nos Estados Unidos consiste na realização de três finalidades distintas por entes específicos constituídos para tais fins: prezar pela estabilidade do sistema financeiro, supervisionar prudencialmente os participantes do mercado e regulamentar os segmentos que integram a atividade financeira<sup>75</sup>.

Observados os principais modelos de supervisão da atividade financeira em suas particularidades e à luz das considerações do relatório do Grupo dos Trinta a respeito, passa-se ao estudo de um caso específico que, sob a matriz teórica da teoria dos jogos, representa a

---

72 *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*. Op. cit.

73 Modelo esse que contempla características institucionais, com aspectos funcionais, num misto regulatório de responsabilidade de agências estaduais e federais. *The Structure of Financial Supervision — Approaches and Challenges in a Global Marketplace*”, Op. cit., p. 208. Conforme explica o relatório *Blueprint* do Departamento do Tesouro norte-americano, a tradição do federalismo dos Estados Unidos justifica a atuação concomitante de autoridades federais e estaduais na supervisão do ambiente financeiro. Ibid.

74 Conforme justifica o Departamento Tesouro norte-americano ao fundamentar a desejabilidade regulatória de se conceber um modelo *twin picks*, ou de regulação por objetivo, com três pilares: “*Treasury also presents a conceptual model for an optimal regulatory framework. This structure, an objectives-based regulatory approach, with a distinct regulator focused on one of three objectives—market stability regulation, safety and soundness regulation associated with government guarantees, and business conduct regulation—can better react to the pace of market developments and encourage innovation and entrepreneurialism within a context of enhanced regulation*”. Ibid.

75 Ibid.

natureza da cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro. Analisa-se, pois, a adoção dos IFRS no mercado de capitais brasileiro, bem como se propõe uma leitura econômica sobre os reais fundamentos que justificam a internalização de tais padrões internacionalmente reconhecidos, como forma de cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro.

#### **IV — Estudo de caso: a cooperação na regulação do mercado de capitais — o Brasil e a adoção dos padrões contábeis internacionais**

Nos últimos anos, vêm sendo adotados no ordenamento jurídico brasileiro diversos atos normativos, com o objetivo de adequar as informações prestadas pelos participantes do mercado de capitais aos padrões estabelecidos pelo IASB, conjuntamente considerados como os *International Financial Report Standards* — IFRS. De acordo com o objeto do presente estudo, mais importante do que discutir no que consistem tais padrões, busca-se, aqui, analisar os reais fundamentos da internalização de tais padrões ao sistema jurídico brasileiro — como exemplo de política regulatória do ambiente financeiro e internacionalmente relevante.

Em linhas gerais, os IFRS consistem em padrões contábeis internacionais, estabelecidos com vistas a facilitar a compreensão de demonstrações financeiras originadas de mercados estrangeiros. Conforme se observou na segunda parte deste estudo, a organização internacional responsável pela edição dos IFRS é o IASB, cujo objetivo central é fomentar a adoção de uma linguagem contábil comum pelos mercados nacionais. No Brasil, a adoção nas normas contábeis emitidas pelo IASB vem ocorrendo paulatinamente, de modo a permitir que os participantes do mercado adequem suas demonstrações financeiras a tais padrões sem, no entanto, onerá-los com a imposição pouco razoáveis nesse processo de adaptação<sup>76-77-78</sup>.

---

76 Por essa razão, a Instrução CVM nº. 457, de 13 de julho de 2007, prescreve, em seu artigo

O projeto de lei nº 3.741, de 2000, que deu origem à Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 e diretamente relacionado à internalização dos padrões contábeis internacionais no Brasil<sup>79</sup>, foi proposto pela CVM, que, dentre outras razões, fundamentou a adoção dos IFRS como forma de se fortalecer o mercado de capitais brasileiro; possível justamente mediante a implementação de normas contábeis e de auditoria internacionalmente reconhecidas. Segundo manifestação da própria autarquia, foram considerados, na decisão de se implementar os pronunciamentos do IASB no mercado de capitais brasileiro, dentre outros fatores, os seguintes:

A importância e a necessidade de que as práticas contábeis brasileiras sejam convergentes com as práticas contábeis internacionais, seja em função do aumento da transparência e da confiabilidade nas nossas informações financeiras, seja por possibilitar, a um custo mais baixo, o acesso das empresas nacionais às fontes de financiamento externas; (...) Que os mercados e os reguladores de outros países e blocos internacionais, empenhados nesse processo, estão buscando, cada vez mais, desenvolver mecanismos restringindo o acesso daqueles países que ainda não adotaram ou se comprometeram com a adoção das normas contábeis internacionais<sup>80</sup>.

---

1º, o prazo até o exercício social findo em 31 de dezembro de 2010 para que as companhias abertas adêquem suas demonstrações financeiras aos IFRS: “As companhias abertas deverão, a partir do exercício findo em 2010, apresentar as suas demonstrações financeiras consolidadas adotando o padrão contábil internacional, de acordo com os pronunciamentos emitidos pelo International Accounting Standards Board — IASB”.

77 Conforme fundamentou a própria CVM na Instrução que trata da matéria: “(...) é essencial encontrarmos alternativas para acelerar esse processo de convergência, sem impor, no entanto, custos extraordinários sem um retorno adequado, e estabelecendo um prazo razoável para as companhias abertas se prepararem”.

78 Até o início de outubro de 2009, a CVM havia editado as seguintes deliberações, que visam a adequar as demonstrações contábeis das companhias brasileiras aos padrões internacionais: 527, 534, 539, 547, 553, 554, 555, 556, 557, 560, 562, 563, 564, 565, 566 e 570, 575, 576, 577, 580, 581, 582, 583, 584, 592, 593, 594, 595, 596, 597, 598, 599, 600, 601.

79 Não obstante a existência de outros atos legislativos relacionados à adoção dos IFRS no ordenamento jurídico brasileiro, tais como a Medida Provisória nº. 449, de 3 de dezembro de 2008, convertida na Lei nº. 11.941, de 27 de maio deste ano.

80 Instrução CVM nº. 457, de 13 de julho de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>.

Da manifestação da autarquia se extrai a premissa fundamental em que se baseia o presente estudo. O verdadeiro elemento que opera o processo de homogeneização e modernização na regulação do ambiente financeiro internacional é, consideradas as demais condições de mercado semelhantes<sup>81</sup>, a competição entre os mercados existentes.

São os incentivos econômicos relacionados à internalização de padrões internacionalmente estabelecidos, e não a cooperação, compreendida como fator motivacional isento, que devem ser entendidos como os reais fundamentos da cooperação internacional na regulação do sistema financeiro<sup>82</sup>. Para os fins desse estudo, considera-se a internalização dos pronunciamentos do IASB pelo Brasil exemplo de política regulatória adotada, eis que considerada uma estratégia regulatória adequada num contexto de crescente integração global. Resta, no entanto, definir a natureza da estratégia que a adoção dos padrões estabelecidos pelo IASB, o que se faz a partir da leitura propiciada pela teoria dos jogos<sup>83</sup>.

De acordo com os conceitos originados desse campo da ciência econômica, a internalização dos IFRS no mercado de capitais brasileiro pode ser representada por meio de um jogo com as seguintes

---

81 Para os fins deste estudo, não são consideradas, pois, distinções ideológicas relativas à adoção de um determinado modelo de supervisão da atividade financeira ou à internalização de determinadas políticas regulatórias do ambiente financeiro.

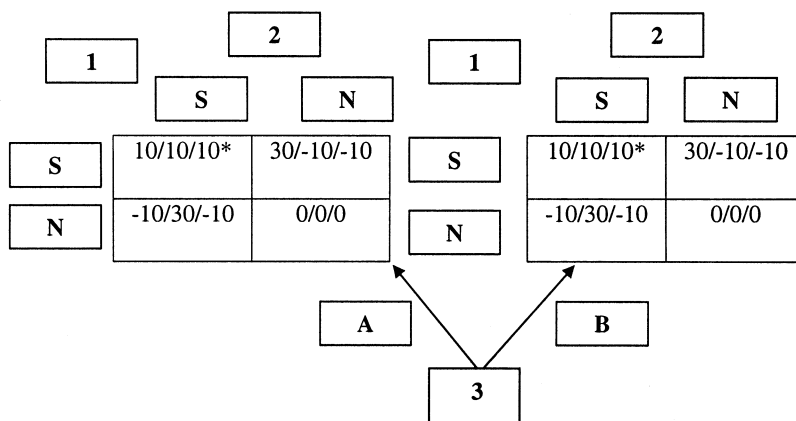
82 A mesma premissa aqui adotada — de competitividade dos modelos regulatórios vigentes em diversos mercados como instrumento de política macroeconômica — serve para compreender a discussão sobre a reformulação do modelo de supervisão da atividade financeira dos Estados Unidos. Conforme reconhece o Departamento do Tesouro desse país, a competição regulatória é um dos principais elementos na confluência de regimes nacionais na adoção de modelos mais eficientes e eficazes de supervisão: “*These developments* [relativos à modernização dos modelos de supervisão financeira] *are pressuring the U.S. regulatory structure, exposing regulatory gaps as well as redundancies, and compelling market participants to do business in other jurisdictions with more efficient regulation. The U.S. regulatory structure reflects a system, much of it created over seventy years ago, grappling to keep pace with market evolutions and, facing increasing difficulties, at times, in preventing and anticipating financial crises*”. Op. cit.

83 Sobre a utilização dos instrumentos da teoria dos jogos à compreensão do direito. BAIRD, Douglas G. et. al. *Game Theory and the Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1994, pp. 1-5.

regras: realizado em uma rodada, em que, ao mesmo tempo, os países 1, 2 e 3 escolhem uma dentre duas estratégias possíveis: adotar (s) ou não (n) padrões contábeis internacionais no mercado de capitais. Nesse jogo, cada país (1) (2) e (3) recebe, por ordem, o valor correspondente a cada um dos quadros ilustrados, ou seja, na tabela A, quadro 1/1, os países 1, 2 e 3 recebem 10, pela escolha comum de adotar os IFRS e, no quadro 2/2, 0 pela não-adoção<sup>84</sup>:

Conforme ilustração abaixo, observa-se que o país 1 possui a estratégia dominante (s): adotar os IFRS, independentemente da estratégia adotada pelos demais jogadores. Da mesma forma possui o país 2, o que leva o equilíbrio relativo às duas tabelas à casa 1/1. Assim, na medida em que ambos os primeiros dois países optam por adotar padrões contábeis internacionais, o país 3 será indiferente quanto à escolha da tabela 1 ou 2, visto que, em ambos os casos, adotará os IFRS e induzirá ao mesmo resultado final para os três países: (10/10/10).

### **Quadro: adoção dos IFRS pelos países 1, 2 E 3**



<sup>84</sup> Os resultados estimados baseiam-se nas seguintes hipóteses: caso um dos países dentre os três adote os IFRS (quadros A e B 1/2 ou 2/1), esse apresentará uma maior vantagem comparativa em relação aos demais para o investidor. Assim, consideradas as demais circunstâncias entre tais mercados semelhantes, esse mercado tenderá a atrair os recursos que, em condições semelhantes, iriam para os outros dois países, resultando no pagamento dos seguintes resultados (-10/30/-10) e (30/-10/-10), respectivamente aos países 1, 2 e 3. Isso, em lugar do cenário estimado caso tais países apresentassem condições regulatórias semelhantes de investimento (10/10/10) — com a adoção dos IFRS, ou (0/0/0) — sem a adoção dos IFRS.



Da análise do quadro, concluí-se que há dois equilíbrios igualmente possíveis nesse jogo: na casa 1/1 em cada uma das tabelas, com resultado de (10/10/10), respectivamente, aos jogadores. Ou seja, ao final, os três países resolvem igualmente adotar padrões contábeis internacionais, como instrumento de política macroeconômica voltada ao ingresso de capitais estrangeiros.

A leitura propiciada pela teoria dos jogos, conjuntamente às motivações apresentadas pelo Departamento do Tesouro norte-americano, na concepção do relatório *Blueprint*, e brasileira, na internalização dos IFRS, demonstram os reais fundamentos da cooperação na regulação do sistema financeiro internacional. É o reconhecimento da otimização na regulação, como instrumento de política macroeconômica voltado para a eficiência e para a eficácia no funcionamento dos mercados e na busca por tornar o mercado nacional atraente para o capital estrangeiro, que, à luz da competição regulatória entre os diversos sistemas financeiros, justifica a cooperação internacional na regulamentação desse ambiente.

## V — Conclusão

*The regulatory environment has driven some of the past bad behaviors of some corporate managers temporarily underground, but the elements of problems are still present and will be part of a long weeding-out process — if it ever will be successful*<sup>85</sup>. (Lynford Graham, 2008).

A cooperação internacional na regulação do sistema financeiro possui, como reais fundamentos, os incentivos objetivamente percebidos pelos Estados nacionais, por meio da internalização de padrões que, internacionalmente, são compreendidos como desejáveis.

A reforma nos sistema de supervisão da atividade financeira australiano e as discussões em curso na reformulação do sistema vi-

---

85 GRAHAN, Lynford. *Internal Controls* — Guidance for private, Government and nonprofit entities. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008. p. 33.

gente nos Estados Unidos, na Espanha e na internalização dos IFRS por parte do regulador brasileiro demonstram que são os incentivos macroeconômicos, ou a utilidade potencialmente percebida pelo regulador nacional, diante da competição regulatória existente entre as diversas economias, os reais fundamentos da cooperação internacional na regulamentação do ambiente financeiro.

Neste trabalho, buscou-se apresentar, ainda que preliminarmente, três elementos fundamentais à discussão sobre a regulação dos segmentos da atividade financeira.

O redimensionamento do papel do Estado, mediante a substituição da intervenção direta na economia, como instrumento ordinário de política macroeconômica, pela assunção de atribuições regulatórias se, de um lado, decorreu da relevância de agentes privados na consecução de atividades econômicas, de outro, fundou-se no reconhecimento empírico de falhas no funcionamento dos mercados, num cenário de crescente integração e complexidade dos produtos financeiros.

Por sua vez, a maior importância do capital privado na economia mundial resultou na maior interdependência entre as economias nacionais e, por consequência, no reconhecimento da relevância das organizações internacionais na regulamentação do ambiente financeiro. Como principal finalidade, a tais organizações competiria fomentar a internalização de políticas regulatórias e macroeconômicas das práticas percebidas como economicamente desejáveis.

Com efeito, são muitos os questionamentos relacionados ao funcionamento de algumas dessas organizações que, internacionalmente, atuam na regulamentação do sistema financeiro; ora relativos à ilegitimidade do *modus operandi* de tais organizações, ora à inadequação das políticas por elas prescritas. Sobretudo, a principal limitação dessas organizações reside no caráter intrinsecamente sugestivo das políticas regulatórias que prescrevem, eis que a internalização de tais padrões pelos Estados nacionais é, por definição, voluntária.

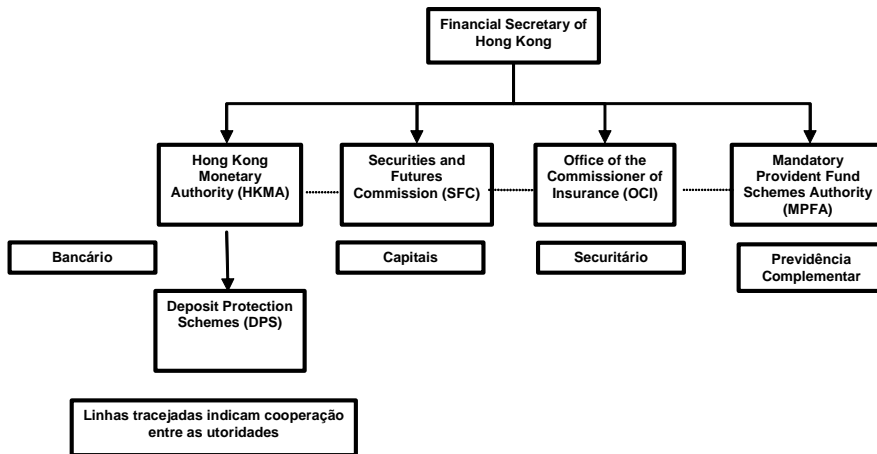
Diante de tais limitações, passou-se ao estudo dos fundamentos e modelos de supervisão da atividade financeira existentes nas principais economias mundiais. À luz das considerações apresentadas pelo Grupo dos Trinta e pelo Departamento do Tesouro norte-americano, notou-se como, ao longo dos últimos quinze anos, os modelos institucional e funcional de supervisão cederam lugar às formas integrada e por objetivo de se regular o ambiente financeiro.

Em especial, buscou-se demonstrar, por meio de discussões regulatórias realizadas em mercados distintos, a importância de se, regulamentarmente, refletir a realidade de crescente dinamismo dos segmentos que integram a atividade financeira. É especialmente nessa dimensão que o modelo de regulação por objetivo implementado na Austrália, em discussão nos Estados Unidos e na Espanha e cujos principais elementos começam a fundamentar reformulações do sistema de supervisão da atividade financeira no Brasil, adquire maior relevância.

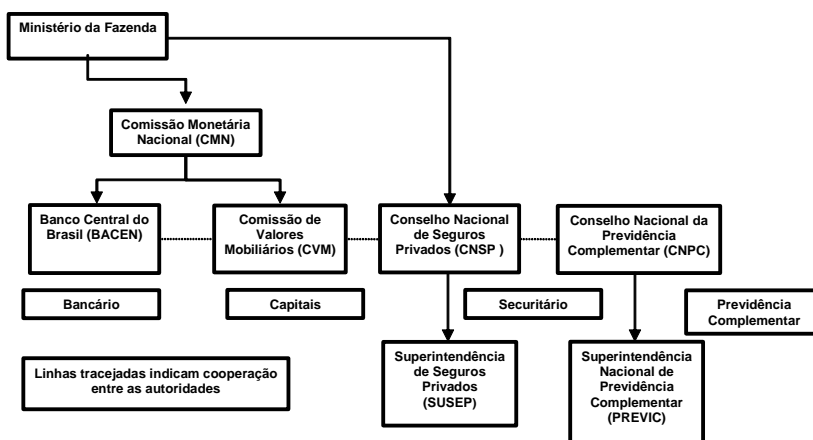
Por fim, diante das considerações apresentadas, no Brasil, pela CVM, e, nos Estados Unidos, pelo Departamento do Tesouro daquele país, respectivamente ao se fundamentar a internalização dos IFRS pelos participantes do mercado de capitais brasileiro e ao se propor a reformulação do sistema de supervisão do ambiente financeiro dos Estados Unidos, observou-se como, sob a leitura propiciada pela teoria dos jogos e reconhecida a competição regulatória entre os diversos mercados nacionais, são os incentivos econômicos os reais fundamentos que justificam a cooperação internacional na regulação do ambiente financeiro.

É à luz de tais motivações da “cooperação regulatória” que devem ser concebidos instrumentos que, eficaz e eficientemente, permitam a supervisão do ambiente financeiro internacional em sua crescente complexidade e, sobretudo, em sua *realidade*.

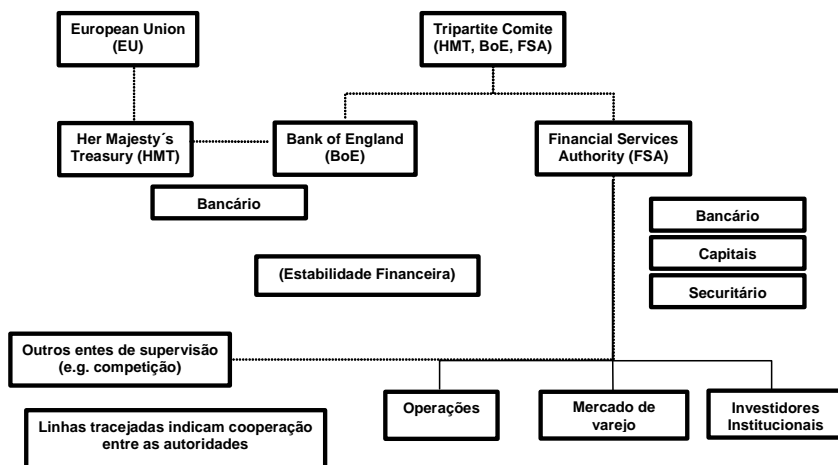
## Anexo I — Sistema de supervisão da atividade financeira: Hong Kong



## Anexo II — Sistema de supervisão da atividade financeira: Brasil



## Anexo III — Sistema de supervisão da atividade financeira: Reino Unido



## Anexo IV — Sistema de supervisão da atividade financeira: Austrália

