

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
INSTITUTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

NORA MATILDE RACHMAN

CAMINHOS DA COOPERAÇÃO REGULATÓRIA NO MERCADO DE CAPITAIS

SÃO PAULO

2013

NORA MATILDE RACHMAN

CAMINHOS DA COOPERAÇÃO REGULATÓRIA NO MERCADO DE CAPITAIS

Tese apresentada ao Instituto de Relações Internacionais da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Doutor no Programa de Pós-Graduação em Relações Internacionais.

Área de Concentração: Relações Internacionais

Linha de Pesquisa: Economia Política Internacional

Orientadora: Profa. Dra. Maria Antonieta Del Tedesco Lins

Banca Examinadora

Prof. Dra. MARIA ANTONIETA DEL TEDESCO LINS (IRI – USP)

Prof. Dra. ADRIANA SCHOR (IRI – USP)

Prof. Dra. VIVIANE MULLER PRADO (FGV – DIREITO)

Prof. Dra. MICHELLE RATTON SANCHEZ BADIN (FGV – DIREITO)

Prof. Dr. YI SHIN TANG (IRI – USP)

CAMINHOS DA COOPERAÇÃO REGULATÓRIA NO MERCADO DE CAPITALS

RESUMO

A recente crise financeira global trouxe para o centro do debate internacional o tema da regulação dos mercados de capitais e, com ela, suas diversas qualificações como um fator responsável pela crise. O trabalho tem como foco entender o papel da cooperação internacional em matéria regulatória e, particularmente, a existência de incentivos, preferências, ideias e instituições inerentes à cooperação entre estados. Para tanto, realiza uma análise sistêmica de iniciativas regulatórias tomadas por quatro países entre 2007 e 2011, com o fim de verificar a existência de padrões, modalidades específicas e os caminhos da cooperação na regulação do mercado de capitais. Tendo como gatilho a eclosão da crise financeira global, os principais resultados apontam para um efetivo escrutínio doméstico das recomendações internacionais editadas e, em consequência, uma ampliação do conceito de cooperação regulatória. O que se verifica é que, além das atividades de supervisão e *enforcement*, emergem iniciativas regulatórias com diversos elementos e formatos comuns, que levam em conta a interação dos determinantes políticos e consequências econômicas advindos desse *momentum*.

Palavras-chave: cooperação regulatória; regulação dos mercados de capitais; operações transfronteiriças; padrões internacionais; economia política internacional.

PATHWAYS TO REGULATORY COOPERATION FOR CAPITAL MARKETS

ABSTRACT

The recent global financial crisis brought to the center of international discussion the debate concerning the regulation of capital markets, including its many variances, as a factor responsible for the crisis. The focus of this work is on the role of international cooperation in regard to regulation, with specific attention given to particular aspects such as the existence of incentives, preferences, ideas, and institutions inherent to cooperation between states. As such, this dissertation will provide a systematic analysis of regulatory initiatives taken by four countries between the years 2007 and 2011. The goal was to verify the existence of patterns, specific models, as well as pathways to cooperation in the regulation of capital markets. The principle results suggest an effective domestic scrutiny of international recommendations driven mostly by the outbreak of the global financial crisis, and as a result a broader concept of what is understood as regulatory cooperation. Besides new measures of supervision and enforcement, the work verified the emergence of regulatory initiatives, with both common elements and formats that take into consideration the interaction of political determinants and economic consequences arising from this *momentum*.

Keywords: regulatory cooperation; capital markets regulation; cross-border transactions; international standards; international political economy.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Participação relativa no PIB mundial (%)	36
Tabela 2. Investimentos em portfolio, fluxos líquidos (% dos fluxos mundiais).....	37
Tabela 3. Participação das principais bolsas dos países na capitalização de mercado –mundo (%).....	38
Tabela 4. Ranking das bolsas dos países selecionados em função da capitalização de mercado – mundo	39
Tabela 5. Origem das iniciativas / pressões recebidas – por tópico	44
Tabela 6. Origem das iniciativas / pressões recebidas – por país	45
Tabela 7. Alvo da regulação – por tópico	46
Tabela 8. Alvo da regulação – por país	46
Tabela 9. Acréscimo na regulação – por tópico	47
Tabela 10. Acréscimo na regulação – por país	48
Tabela 11. Harmonização com recomendações internacionais – por tópico	49
Tabela 12. Harmonização com recomendações internacionais – por país	49
Tabela 13. Objetivos da regulação – por tópico	50
Tabela 14. Objetivos da regulação – por país	51
Tabela 15. Tramitação doméstica das iniciativas – por tópico	52
Tabela 16. Tramitação doméstica das iniciativas – por país	52
Tabela 17. Formato de iniciativa editada – por tópico	53
Tabela 18. Formato de iniciativa editada – por país	54
Tabela 19. Conteúdo constante das iniciativas editadas – por tópico.....	55
Tabela 20. Conteúdo constante das iniciativas editadas – por país	55

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Investimentos em portfolio, fluxos líquidos (em US\$)	38
Gráfico 2. Valores de capitalização de mercado das principais bolsas dos países selecionados	39
Gráfico 3. Iniciativas analisadas	43

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO E ABORDAGEM TEÓRICA	10
1.1. INTRODUÇÃO	10
1.1.1. Exposição do tema e justificativa de sua relevância.....	10
1.1.2. Contextualização histórica.....	12
1.1.3. Terminologia adotada	14
1.2. ABORDAGEM TEÓRICA	15
1.2.1. De onde vem a cooperação regulatória?.....	15
1.2.2 Enfoques teóricos aplicáveis à cooperação regulatória no mercado de capitais	16
1.2.2.1. A difusão internacional.....	17
1.2.2.2. O poder dos grandes estados	18
1.2.2.3. O papel das instituições ou fóruns de discussão internacionais	19
1.2.2.4. O poder dos atores privados transnacionais	20
1.2.2.5. O enfraquecimento dos padrões regulatórios internacionais.....	22
1.2.3. Proposta de diálogo com os enfoques teóricos apresentados	23
CAPITULO 2 – METODOLOGIA	30
2.1. INTRODUÇÃO	30
2.1.1. Questões de pesquisa	30
2.1.2. Desenho da pesquisa e hipóteses	31
2.2. EXERCÍCIO EMPÍRICO	32
2.2.1. Metodologia adotada	32
2.2.2. Tópicos regulatórios selecionados.....	33
2.2.3. Dados utilizados	35
2.2.4. Limitações do estudo quanto aos dados analisados.....	35
2.2.5. Os países escolhidos	36
2.2.6. Roteiro de análise	40
CAPÍTULO 3 – RESULTADOS DO EXERCÍCIO EMPÍRICO	43
3.1. INICIATIVAS ANALISADAS	43
3.2. DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS	44
3.2.1. Limites da regulação.....	44
3.2.1.1. Origem das iniciativas: pressões domésticas ou internacionais?.....	44
3.2.1.2. Alvo da regulação: participantes de mercado ou supervisão?.....	45

3.2.2. Evolução regulatória 2007-2011 - como era antes e como ficou após a edição das iniciativas.....	47
3.2.2.1. Ambiente regulatório	47
3.2.2.2. Harmonização com recomendações internacionais.....	48
3.2.2.3. Melhora na regulação	50
3.2.2.4. Existência de consulta pública na elaboração das iniciativas.....	51
3.2.2.5. Formato das iniciativas editadas.....	53
3.2.2.6. Conduta visada pelo conteúdo constante nas iniciativas	54
CAPÍTULO 4 – ANÁLISE E DISCUSSÃO	57
4.1. ANÁLISE DOS DADOS	57
4.1.1. Iniciativas editadas	57
4.1.2. Origem das iniciativas	58
4.1.3. Alvo da regulação na supervisão do mercado ou na conduta dos participantes.....	60
4.1.4. Ambiente regulatório e inovações	62
4.1.5. Harmonização com recomendações internacionais.....	62
4.1.6. Melhora na regulação	64
4.1.7. Consulta pública e participação de <i>stakeholders</i>	64
4.1.8. Formatos de regulação: <i>regulation</i> x <i>guidance</i>	66
4.1.9. Tipo de obrigação regulada: conduta x <i>disclosure</i>	67
4.1.10. Constatações de caráter mais geral.....	67
4.2. DISCUSSÃO	70
4.2.1. Resposta às questões de pesquisa – relações com as abordagens teóricas	70
CAPÍTULO 5 – CONCLUSÕES	76
5.1. SÍNTESE DAS CONCLUSÕES E ARGUMENTOS MAIS RELEVANTES	76
5.2. CONTRIBUIÇÕES E AGENDA PARA FUTURAS PESQUISAS	77
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	79
ANEXOS	89

AGRADECIMENTOS

Esta tese foi desenvolvida com apoio de recursos da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior, CAPES.

Durante parte do período de doutorado participei do Programa de Intercâmbio da Universidade de São Paulo com a Sciences-Po – Fondation Nationale de Sciences Politiques. Esse contato mais próximo com as experiências de coordenação e cooperação levadas a cabo pelas instituições econômicas e estados europeus propiciou um enriquecimento de muitas das questões descritas neste trabalho. Agradeço a todos que contribuíram para que esta estada fosse possível e também àqueles que a tornaram tão produtiva.

Gostaria de agradecer à minha orientadora, Professora Dra. Maria Antonieta Del Tedesco Lins, pela oportunidade dada, indispensável aconselhamento e liberdade concedida na elaboração deste trabalho. Seu apoio foi fundamental para que eu encontrasse (e muitas vezes reencontrasse!) os caminhos que me levaram a produzir este trabalho. Muito obrigada, por ter, ao mesmo tempo, depositado sua confiança e questionado minhas hipóteses. A consistência dos resultados deve-se muito a este exercício incansável no qual sua dedicação foi total.

Registro também um agradecimento aos integrantes das bancas dos exames de qualificação e de arguição pela atenção e contribuições proferidas, todas elas valiosíssimas.

Diversas pessoas foram importantes, em épocas e formas diferentes, na minha trajetória pessoal, profissional e acadêmica. Em todos esses círculos, tive a felicidade de estar sempre rodeada de verdadeiros amigos. Deixo aqui meu imenso agradecimento pelo empenho, colaboração e sabedoria que cada um, à sua maneira e nos momentos necessários, compartilhou.

Por fim, agradeço, de modo especial, à minha família pelo apoio, força e amor incondicional. Vocês foram fonte permanente de inspiração durante todo o processo de elaboração desta tese e me fizeram seguir adiante, sempre. Dedico esta tese a vocês.

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO E ABORDAGEM TEÓRICA

1.1. INTRODUÇÃO

1.1.1. Exposição do tema e justificativa de sua relevância

A recente crise financeira global colocou sob os holofotes o tema da regulação dos mercados de capitais e suscitou diversas indagações. Até que ponto a regulação ou a falta de regulação foi o fator responsável pela crise? Há alguma vantagem em servir-se da cooperação internacional em matéria regulatória? Qual o limite para que uma moldura regulatória saudável e apropriada afete o livre exercício da atividade econômica? Nessa tarefa de harmonização internacional, existe algum mecanismo para garantir a presença dos interesses e preferências domésticos?

Para responder a essas perguntas, é necessário explorar aspectos importantes, como a existência de incentivos, preferências, ideias e instituições e o papel da cooperação internacional no mercado de capitais. O trabalho a ser desenvolvido por meio desta pesquisa envolve uma análise sistêmica de iniciativas regulatórias recentes nessa área. Por sua vez, o processo indutivo de imersão na estrutura, conteúdo e especificações das iniciativas de regulação financeira tem por fim verificar a existência de padrões, modalidades ou variações de cooperação regulatória internacional.

O tema proposto se insere no campo da economia política internacional, na medida em que efetua uma análise que integra fatores econômicos e políticos que influenciam a natureza e a dinâmica da economia internacional (GILPIN, 2001). Esse entendimento de como os fatores domésticos e internacionais interagem e a sua implicação em resultados políticos e econômicos é, justamente, a fronteira de pesquisa em economia política internacional (FRIEDEN; MARTIN, 2003).

Sem dúvida, nas iniciativas e nos enfoques deste trabalho, detalhados a seguir, pode-se perceber claramente a existência

- de *fatores domésticos*, tais como preferências, ideias e instituições presentes no ambiente doméstico, pelo fato de ser nesse ambiente que as regras são formuladas;
- de *fatores internacionais*, pois no seu entorno também existem instituições, como aquelas responsáveis pela formulação de padrões/recomendações e, ainda, atores privados e estatais atuando em ambientes transnacionais, seja por meio de operações, seja em processos de influência das negociações internacionais.

É a interação desses fatores que se pretende explicar por meio da análise sistêmica proposta na pesquisa. No seu desenvolvimento, o presente trabalho poderia olhar unicamente para o ambiente doméstico, identificar e avaliar quais são os elementos internacionais que afetam a elaboração das regras: a globalização, as negociações internacionais, os fluxos de capitais. Mas a opção de análise escolhida foi levar em conta também o ambiente internacional, seja por meio de iniciativas aprovadas em outras jurisdições, seja por meio de recomendações exaradas a partir de fóruns de discussão internacional.

O trabalho de apreciação de todos esses fatores, tanto no nível doméstico quanto no nível internacional, faz com que o desenho da pesquisa se inspire na teoria dos jogos de dois níveis, tal como desenvolvida por Putnam (1988). O ponto chave preconizado naquela teoria é a análise das estratégias de um estado como sendo um cálculo simultâneo de oportunidades e restrições nos ambientes domésticos e internacionais. Para ela, os estados ‘jogam’ em dois tabuleiros, o internacional, em que levam em conta o que acontece no ambiente doméstico, e o doméstico ou nacional, em que esse resultado internacional terá de ser ratificado / internalizado, e no qual se considera o que aconteceu na esfera internacional. Para movimentar-se ou tomar decisões, o estado sempre tem em mente o *win set*, ou seja, o que ele pode oferecer e até onde pode chegar.

A explicação dessa abordagem teórica é dada pelo próprio autor:

A luta política de várias negociações internacionais pode ser utilmente concebida como um jogo de dois níveis. No nível nacional, os grupos domésticos perseguem seu interesse pressionando o governo a adotar políticas favoráveis a seus interesses e os políticos buscam o poder constituindo coalizões entre esses grupos. No nível internacional, os governos nacionais buscam maximizar suas próprias habilidades de satisfazer as pressões domésticas, enquanto minimizam as consequências adversas das evoluções externas. Nenhum dos dois jogos pode ser ignorado pelos tomadores de decisão, pois seus países permanecem, ao mesmo tempo, interdependentes e soberanos. (PUTNAM, 1988)

A referida contribuição serviu de inspiração para diversas construções teóricas e empíricas envolvendo decisões de relações políticas domésticas e processos de negociação internacional. Daí, por permitir o exame de condicionantes domésticos com relação a normas e instituições internacionais, tem potencial analítico para questões envolvendo ratificação de acordos ou internalização de regras internacionais. Com base nesse modelo, Milner (1997) desenvolveu uma profícua discussão sobre os conceitos de cooperação e conflito internacional, apresentando padrões de variação de elementos importantes como interesses (preferências), instituições e informação.

Em sua obra, Milner (1997) se pergunta quando e em que termos os países estão aptos a coordenar suas políticas em determinada matéria. Os estudos de caso levados a cabo pela

autora se referem a acordos de comércio, de aviação civil, de defesa econômica, mas também a acordos monetários, como o de Bretton Woods e o da União Monetária Europeia. Para KEOHANE (*apud* MILNER), os padrões de cooperação seriam observados quando os atores ajustam seu comportamento às atuais ou às antecipadas preferências de outros, por meio de um processo de coordenação política.

Esses aspectos, entre outros, serão levados em conta nesta pesquisa, que se inspira na teoria de jogos de dois níveis, embora não siga o modelo por ela apresentado, uma vez que não é objeto de análise o tabuleiro internacional, ou seja, onde são postas as preferências domésticas. Em sentido estrito, portanto, neste trabalho a análise estará focada em iniciativas internacionais (recomendações de fóruns ou grupos de discussão internacionais), e também em iniciativas nacionais (regulações domésticas sobre tópicos específicos do mercado de capitais), e, a partir daí, será verificado se os elementos presentes nas primeiras influenciaram as outras, buscando-se entender como esses elementos interagem.

A análise de fatores domésticos e internacionais será feita em duas dimensões: (1^a) o teor das iniciativas e (2^a) as pressões recebidas por ocasião da elaboração de regras.

Antes de partir para a apresentação dos elementos que compõem a análise e o desenho da pesquisa, que constará do próximo Capítulo, será feito um resumo de cunho histórico sobre a origem do debate, o qual será seguido da apresentação da terminologia a ser utilizada e, ainda, do que a literatura especializada tem entendido como fatores de motivação ou estímulo para a adoção de uma regulação econômica global.

1.1.2. Contextualização histórica

O debate sobre cooperação internacional nos mercados de capitais ganhou importância no período mais recente, notadamente com a intensificação dos fluxos internacionais de capitais neles negociados e com o impacto daí gerado na dinâmica macroeconômica dos países, seja em razão de seus efeitos na trajetória das taxas cambiais, nas taxas de juros, nos níveis das reservas internacionais ou, ainda, em razão das transformações de suas estruturas econômicas e de suas relações com o resto do mundo, pelos processos de abertura e liberalização, tanto na esfera do comércio quanto na conta de capitais e financeira do balanço de pagamentos. Além do mais, deve-se registrar que os fluxos de capitais representam a própria essência do mercado objeto deste estudo.

Uma premissa a ser levada em conta é que os países não podem mais abrir mão dos capitais oriundos dos mercados financeiros. Ao mesmo tempo, como consequência da recente crise financeira que teve início em 2007/2008, houve um verdadeiro clamor por uma nova e

mais abrangente regulação do mercado (STIGLITZ, 2010). Entretanto, esse clamor por mais regulação não significa, necessariamente, que ela será elaborada em um ambiente com maior cooperação ou coordenação global (HELLEINER; PAGLIARI, 2011).

Com o advento da crise, pôde-se observar que, efetivamente, seus efeitos se espalharam de forma avassaladora e numa extensão considerável. No caso do mercado de capitais, isso não é nenhuma surpresa, uma vez que as operações transnacionais, ou transfronteiriças, que são aquelas com participantes e estruturas registradas em mais de uma jurisdição, têm se concretizado em volume crescente desde o início da década de 1990.¹ De fato, as possibilidades abertas para o compartilhamento de opiniões e informações por meio de mídias e tecnologias avançadas, com alcance simultâneo e transnacional, são enormes. A evolução tecnológica permitiu que os investidores fossem participantes globais dos mercados, abriu novas oportunidades de operação por parte de intermediários financeiros e permitiu, ainda, que as companhias listassem os ativos de sua emissão em mercados de diversos países.² Também em razão de sua natureza facilitadora e cada vez mais eletrônica, os mercados de capitais no mundo têm sido um dos principais polos de atração de recursos financeiros por parte de investidores de diversos países.

Entretanto, o marco regulatório vigente nos ambientes em que as operações ocorrem continua sendo construído no campo doméstico. Esta é uma dicotomia de destaque, o caráter transnacional das operações e a configuração doméstica (ou nacional) da regulação.

Adicionalmente, sabe-se que o marco regulatório é considerado um fator de risco e, portanto, preponderante para a tomada de decisão por parte dos detentores de capital. Os investidores de capitais valorizam a previsibilidade e estabilidade das regras e qualquer mudança brusca e descumprimento das mesmas ocasiona o chamado risco legal ou regulatório. Ao mesmo tempo, esses agentes de mercado comparam o conteúdo das regras nas diversas jurisdições, em um processo conhecido como arbitragem ou competição regulatória. Seu objetivo é, eventualmente, alocar seus capitais em ambientes menos ‘custosos’. Esse movimento para diminuir os custos ou encargos regulatórios fomenta pressões para uma

¹ Eatwell e Taylor (2000) afirmam que a presente onda de liberalização dos mercados de capitais na verdade teve início nos anos 1950, com a abertura dos mercados de moedas europeias (*Eurocurrency*). Mas foi somente após o fim de Bretton Woods, com a ‘privatização’ do risco cambial, que de fato ocorreu uma verdadeira

² Ainda que, em essência, os relacionamentos ocorram entre agentes econômicos de natureza semelhante (como emissores de ativos, investidores e entidades da indústria de intermediação), eles se inserem simultaneamente no contexto regulamentar de mais de um país e, dependendo da situação, podem envolver relações internacionais entre um número variado de países (daí serem chamadas de operações ou relações transfronteiriças ou transnacionais). Seria esse, por exemplo, o caso de um investidor asiático que pode gerir seus recursos financeiros por meio de um gestor londrino, o qual, por sua vez, faz um investimento em ativos no Brasil por meio de uma corretora de Nova York.

maior desregulação, muitas vezes levando a cenários competitivos conhecidos como ‘*race to the bottom*’, por pretenderem o enfraquecimento de posturas regulatórias que geram custos de cumprimento. Há de se registrar que nem sempre esses movimentos de ‘desregulação’ são vistos com bons olhos por toda a comunidade internacional, pois eles podem ocasionar a desvalorização dos ativos negociados e, em última instância, trazer um risco reputacional ao próprio mercado.

Aqui teríamos, portanto, duas premissas relevantes que são consideradas pelo regulador em suas decisões regulatórias, não necessariamente antagônicas, mas associadas aos fluxos internacionais de capitais. Elas dizem respeito à previsibilidade das regras e a postura a ser adotada frente à competição regulatória.

Tais premissas, bem como o dilema quanto à transnacionalidade das operações frente ao caráter doméstico da regulação, permearão todo o debate contido na pesquisa, e os seus elementos serão retomados mais adiante.

1.1.3. Terminologia adotada

A extensão da terminologia adotada em economia política internacional é importante para traçar as fronteiras dos termos utilizados nesta pesquisa.

Para definir cooperação internacional, vale retomar o conceito mencionado por HOROWITZ (*apud* SARTORI), para quem *cooperação refere-se à tolerância de diferenças, enquanto que consenso demanda a eliminação dessas diferenças*. Essa visão aberta e sem particularismos dá espaço para formular as definições que se seguem.

Cooperação regulatória é definida com um enfoque bastante amplo e engloba inúmeros esforços e atividades, que podem chegar a níveis ou resultados distintos (POSNER, 2009). Assim, pode-se identificar diversas modalidades de cooperação regulatória nas seguintes atividades, algumas das quais também se encontram definidas:

- criação de padrões e recomendações internacionais
- coordenação regulatória
- harmonização regulatória
- convergência regulatória
- compatibilização regulatória
- compartilhamento de informações
- realização de acordos recíprocos entre países para permitir operações de instituições estrangeiras (tal como o que ocorre quando, por exemplo, aplica-se o conceito de reconhecimento mútuo de instituições).

Harmonização regulatória é definida como a adequação de regras domésticas a práticas ou padrões internacionais, o que necessariamente envolve um ato intencional de um estado ou autoridade reguladora em sua função doméstica.³

Coordenação regulatória é o ajuste de padrões domésticos a formatos ou molduras regulatórias estrangeiras, permitindo verificar preferências regulatórias diferentes (DREZNER, 2007). Nesse sentido, tal definição ficaria muito próxima da definição de harmonização regulatória.

Convergência regulatória é uma definição mais próxima da comparação de resultados, quando se obtém conteúdos regulatórios idênticos ou bem parecidos em termos de comparabilidade de regras, porém não necessariamente originado por uma ação consciente do estado regulador (DREZNER, 2007). Ao contrário, esta situação pode advir de pressões de mercado ou de processos de emulação (SINGER, 2007).

Compatibilização regulatória é definida como uma ação que permite atingir objetivos idênticos de regulação, mediante a existência de regras de conteúdo não-similar.

No curso deste trabalho, as expressões serão utilizadas tomando por base os enfoques mais específicos constantes das definições aqui trazidas. Isto se explica por serem elas expressões técnicas usadas pela literatura, com um processo e um fim que as distingue.

Este estreitamento e distinção, porém, não servirão para a expressão ‘cooperação regulatória’, que, como elemento central da pesquisa, será utilizada no seu sentido mais amplo, portanto, como resultado a ser atingido. Nesse sentido, ‘cooperação regulatória’ abrange todos os esforços e atividades desenvolvidas e todas as modalidades, níveis e variações específicos já definidos ou que forem construídos durante a trajetória desta pesquisa.

1.2. ABORDAGEM TEÓRICA

1.2.1. De onde vem a cooperação regulatória?

Para situar o tema da pesquisa, é importante, inicialmente, descrever a discussão da literatura sobre os fatores motivadores do regime regulatório econômico internacional. Drezner (2007) faz referência à existência de diversas vertentes teóricas que explicam como a

³ Singer (2007) cria até uma tipologia de três categorias distintas para explicar a harmonização regulatória: convergência regulatória (em que se seguem regras de países dominantes, como por exemplo, os Estados Unidos), harmonização central (como é o caso do Acordo da Basileia) e harmonização periférica (em que haveria divergência em convergir).

economia mundial é regulada numa era de globalização e que identificam os seus fatores motivadores como foco de discussão. O autor propõe uma tipologia desses fatores, indicando duas categorias. Uma delas aponta que os estímulos para o que ele denomina coordenação regulatória⁴ adviriam de dois conjuntos de aspectos: (1) econômicos materiais e (2) ideacionais, ou seja, relativos a ideias. Já de acordo com a segunda categoria, as pressões para a coordenação decorreriam de esforços (1) dos agentes responsáveis e (2) das estruturas. Os fatores motivadores da cooperação permitiriam enquadrar a literatura sobre o assunto num dos seguintes focos:

- 1^a) a influência da sociedade civil global, que fez com que aumentasse o número de atores não estatais no cenário político global,
- 2^a) o paradigma de uma unidade política global (*world polity*), com a proliferação de organizações e acordos intergovernamentais,
- 3^a) a estrutura como base, com os seguintes destaques: o argumento da competição regulatória, que levaria à adoção de regras mais fracas (*'race to the bottom'*), a influência das comunidades epistêmicas ou, ainda, o fator de dominação dos mercados de capitais e
- 4^a) por fim, o enfoque estado-cêntrico para a regulação da globalização, seja enfatizando o papel hegemônico dos 'grandes estados', seja mediante a apresentação de um viés institucionalista, focado em redes transgovernamentais e a necessidade de cooperar.

1.2.2. Enfoques teóricos aplicáveis à cooperação regulatória no mercado de capitais

No caminho de verificar o ponto focal da cooperação internacional regulatória em matéria de mercado de capitais, destacam-se algumas explicações e diagnósticos teóricos interessantes: a difusão internacional, o poder dos grandes estados, o papel das instituições ou fóruns de discussão internacionais, a influência das firmas transnacionais e o enfraquecimento dos padrões regulatórios internacionais. Esses enfoques são mais bem explicitados abaixo.

⁴Embora Drezner (2007) se refira ao termo 'coordenação regulatória' de maneira mais estrita, conforme consta na seção de terminologia, sua categorização pode ser aplicada com tranquilidade para a noção mais ampla que nesta pesquisa se convencionou chamar de cooperação regulatória.

1.2.2.1. A difusão internacional

Simmons, Dobbin e Garrett (2008) partem das mudanças políticas e econômicas ocorridas no século XX, com a intensificação dos fluxos internacionais de capitais e o seu impacto na dinâmica dos países, para analisar as causas da difusão do liberalismo e toda a propagação do modelo liberal de mercados e de democracia.⁵

O que explica a difusão internacional desse modelo, conforme os autores, é a interdependência nas decisões tomadas pelos estados. Interdependência das decisões significa, nesse contexto, que as decisões dos estados não são independentes/autônomas e que suas escolhas políticas são afetadas pela escolha prévia de outro estado.

Ao buscar explicar o que fez com que essas novas políticas se difundissem ao longo do tempo e do espaço, o estudo de Simmons, Dobbin e Garrett (2008) aponta, além da interdependência dos estados, para quatro mecanismos, deduzidos a partir de análises empíricas, por meio dos quais ocorre a tomada da decisão interdependente: coerção, competição, aprendizado e emulação. Adicionalmente, considera os processos de difusão como sendo aqueles que não decorrem de tomadas de decisão racionais e bem informadas.

A existência de *coerção* pressupõe que os estados poderosos influenciam aqueles menos fortes a adotarem políticas, manipulando oportunidades e constrangimentos, seja diretamente, seja por meio de organizações internacionais ou atores privados/ONGs sob os quais eles possuem influência.

A *competição* é um mecanismo mais descentralizado do que a coerção. Os autores destacam a adoção diferenciada de certas políticas voltadas para a atração de investidores, sendo esse argumento aplicável a políticas econômicas, em que os governos competem por capitais móveis e cotas de exportações. Como exemplos, figurariam a simplificação de exigências de regulação, a melhoria de riscos de investimentos e a redução de imposições fiscais: enfim, medidas que tornem o investimento local mais atrativo e a economia mais ativa.

O processo de *aprendizado* envolve uma mudança de opiniões e convicções que ocorreria mediante a observação da experiência de outros estados. As escolhas feitas por terceiros importam, na medida em que geram novos dados, que informam melhor os entendimentos sobre relações causais, e não por uma decisão política, como nas situações de coerção e competição.

Por fim, a aceitação por meio do processo de *emulação* tem diversos formatos, que

⁵ Nesse mesmo sentido Carothers (1998), que menciona a abertura política e os processos de estabilização fiscal e de liberalização econômica ocorridos a partir da década de 1980, descrevendo o seu impacto nem sempre bem sucedido para alcançar o chamado Estado de Direito (*rule of law*).

vão desde o seguimento do exemplo dado por alguns estados, a influência de opiniões de comunidades epistêmicas, de *advocacy groups*, até a adoção de políticas por razões simbólicas, mesmo que não possam ser colocadas em prática.

Esse arcabouço teórico foi testado e analisado pelos autores em temáticas como políticas fiscais, programas de privatização, gastos públicos, tratados bilaterais de investimento e também com relação a instituições democráticas e políticas e a direitos humanos. Embora não exista um estudo de caso diretamente focado nos mercados de capitais, a abordagem de difusão internacional é uma referência constante nas obras que tratam de cooperação regulatória e regulação financeira global.

1.2.2.2. O poder dos grandes estados

Com o objetivo de apresentar uma explicação dos regimes regulatórios internacionais, Drezner (2007), reforça esse marco teórico, especialmente quanto ao mecanismo de coerção, na medida em que defende que os ‘grandes estados’, ou ‘grandes poderes’, possuem um efeito relevante na adoção de decisões por parte de outros estados.

O referido autor se baseia na abordagem que tem o estado como ator central das decisões regulatórias e defende que os esforços de regulação só ocorrem em razão dos grandes estados. Em consequência, esses atores têm que estar presentes para que qualquer iniciativa de regulação da globalização, por ele chamada de coordenação regulatória, tenha sucesso. Nesse sentido, o autor destaca o papel hegemônico desempenhado pelos grandes poderes e indica que suas preferências tomam por base os elementos domésticos, e que, em consequência, a coordenação só ocorre se os custos de ajuste não forem altos demais para os atores financeiros domésticos.

O argumento principal desenvolvido por Drezner (2007) é que os grandes poderes⁶ continuam dando as cartas no mundo regulatório e, caso estes não estejam presentes, seriam gerados padrões de rivalidade ou ‘padrões-falsos’. Dentro de sua análise empírica, o autor examinou a governança do sistema financeiro internacional e os padrões e códigos financeiros desenvolvidos após as crises asiática e do México na década de 1990. O estudo confirma que o desenho dos modelos de governança econômica global também passa pela concordância, quando não a participação direta, dos grandes poderes.

A idêntica conclusão – a influência dos grandes poderes – já tinha chegado Simmons (2001), que, apresentando um modelo sobre a coordenação de políticas regulatórias em

⁶O autor considera como grandes poderes os governos (agentes estatais) que supervisionam amplos mercados domésticos. Na qualidade de atores principais, eles tem escrito as regras que regulam a economia global.

mercado de capitais, analisou os processos de harmonização regulatória à luz dos incentivos de mercado, das pressões políticas e das instituições multilaterais e, por meio de um teste empírico, confrontou os processos de influência e os grupos de interesse.

1.2.2.3. O papel das instituições ou fóruns de discussão internacionais

Os fóruns de discussão internacional têm liderado as iniciativas de criação de padrões internacionais. Esses fóruns assumem o papel de formuladores de padrões internacionais e são muitas vezes constituídos formalmente como instituições ou associações internacionais, como órgãos ou redes governamentais ou, ainda, como comitês de trabalho de organismos internacionais.⁷ Por tal razão, Porter (2005) enfatiza o ambiente de tais fóruns ou instituições, criados desde a década de 1960 com a missão de regular as finanças globais.

As críticas ao rol dessas instituições são variadas, mas se concentram na dependência delas em relação às preferências e ao poder dos atores dominantes. Singer (2007) aponta como causa do seu ceticismo um aspecto mais formal, pois, pelo fato de não serem criadas por tratados ou acordos intergovernamentais, portanto, por não serem sujeitos de direito internacional, elas não recebem poderes de agência para atuar na esfera internacional. E do ponto de vista prático, ele acrescenta que, além de terem *staff* reduzido de pessoas, a atuação das instituições no sentido de facilitar a interação entre membros ocorreria poucas vezes por ano.

Porém, esse papel informal, em que os tecnocratas interagem de maneira mais próxima, é o que pode explicar a própria emergência de padrões internacionais, e auxiliar a modelagem do papel dos reguladores no âmbito doméstico, no sentido em que é nesses fóruns que se compartilham entendimentos e o conhecimento fica mais homogêneo, conforme Porter (2005). Em consequência, para esse autor, esses fóruns operariam de maneira insulada, autônoma de seu contexto político doméstico, e portanto ficariam fora das pressões diplomáticas entre estados.⁸

⁷Para Brummer (2012), a arquitetura financeira global regulatória consiste em instituições que determinam as agendas do sistema regulatório internacional, outras que formulam os padrões ou recomendações (onde estariam os fóruns de discussão internacional) e por fim, aquelas que monitoram e buscam o cumprimento desses padrões estabelecidos. A implementação fica por conta das autoridades reguladoras domésticas. Como exemplos de fóruns de discussão do mercado de capitais, vide notas n. 22, 23 e 44.

⁸Em contraposição a esta visão, de acordo com análise de Helleiner e Pagliari (2011), esta não seria a situação vigente após a crise, em razão de um ativismo maior dos poderes legislativos e dos líderes do G-20, que colocaram uma agenda de trabalho direcionada para os fóruns de discussão. Este argumento está mais bem desenvolvido a seguir, no item sobre enfraquecimento dos padrões regulatórios internacionais (vide item 1.2.2.5).

Ainda neste tópico, vale apontar que as instituições financeiras internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, há tempos inseriram nas suas listas de verificação a conformidade pelos estados ao cumprimento de padrões aprovados pelos fóruns de discussão internacionais. Tal postura serve como um sinal claro aos atores de mercado de que estar em conformidade com certos padrões é crítico para o desenvolvimento e para a estabilidade financeira. Além da influência dos fóruns de discussão internacionais, existe, pois, outra influência de destaque, aquela exercida pelas instituições financeiras internacionais, e que se dá por meio de dois canais: diretamente, pelo condicionamento aos empréstimos dados a países, e indiretamente, ao sinalizar a importância de adoção de certos padrões regulatórios aos atores de mercado (SINGER, 2007).

Deve-se mencionar também o fator reputacional associado aos fóruns de discussão internacional e as recomendações por eles exarados, na medida em que eles representariam uma influência ‘isenta’ e independente de pressões bilaterais específicas. Dito de outra forma, os países periféricos sentir-se-iam mais confortáveis em adotar padrões propostos por esses fóruns do que por países específicos, ainda que decorrentes de pressões (indiretamente) procedentes destes.

Dessa maneira, a dinâmica dos fóruns de discussão e o reconhecimento do resultado por eles produzido são fatores importantes que, em grandes instâncias, levam à implementação doméstica dos padrões e recomendações por eles formulados.

1.2.2.4. O poder dos atores privados transnacionais

Além do papel central dos Estados e das instituições/fóruns de discussão internacionais, os atores privados transnacionais também encontram papel de destaque na literatura especializada, especialmente em análises que tomam por base os cenários pós-crise. Esses trabalhos não são propriamente o que se poderia denominar de ‘literatura de crise’, pois não estudam causas e características comuns a esse tipo de evento. Ao contrário, eles questionam e confirmam hipóteses que foram formuladas e testadas antes do advento da crise.

Mügge (2012), por exemplo, é bastante enfático no argumento da relevância dos atores privados para qualquer estágio de cooperação regulatória no setor financeiro, ao afirmar que a mobilidade transnacional de capitais e de serviços financeiros modela as escolhas dos formuladores de políticas públicas. A competição por esses capitais e serviços, e a tendência a permitir que sejam elaborados padrões regulatórios mais frouxos ou mesmo

normativos⁹ seriam contrabalançadas pelo perigo de instabilidades financeiras e de contágio, em situações de crises financeiras. Assim, para esse autor, as externalidades negativas oriundas de crises financeiras estimulariam a cooperação global.

Sobre a atuação dos atores privados na Europa, esse mesmo autor já havia destacado que, nas duas últimas décadas, os bancos e os operadores de mercado (*asset managers* e intermediários financeiros) usaram toda a sua alavancagem política para moldar as regras de mercado e das instituições reguladoras em seu próprio benefício (MÜGGE, 2010). O ponto por ele assinalado é que, com a abertura da competição nos mercados, os atores privados conseguem influenciar as instituições políticas em que a regulação é elaborada, em especial aquela que dita os termos de concorrência do mercado. Assim, o equilíbrio entre competição e cooperação acaba sendo um fator determinante em qualquer reforma regulatória.

O argumento defendido por Mügge (2010), é que, entre outras partes interessadas, os bancos tiveram seus interesses atendidos de forma desproporcional, e, além disso, o papel dos atores privados foi central nas alianças que obstruíram e depois motivaram a integração do mercado europeu.¹⁰

Também Underhill e Zhang (2008) defendem que a globalização financeira aumentou fortemente a posição dos agentes privados e fez com que os reguladores se tornassem mais dependentes dos interesses do mercado¹¹, transformando a noção do interesse público em domínio financeiro internacional e ocasionando problemas fundamentais de exclusão e déficit democrático.

Nessa mesma linha, Underhill (2011) avalia que, como fruto das medidas de liberalização financeira e do estabelecimento de regras voltadas para o mercado, as preferências privadas foram favorecidas e dominantes na formulação das políticas da nova arquitetura financeira global. Essa dominância dos atores privados, segundo o referido autor, pode ser verificada por diversas formas: 1) no relacionamento próximo entre as instituições financeiras com as agências reguladoras, 2) na frequente delegação de atividades de supervisão de mercado, por exemplo, por meio de processos de autorregulação e 3) no

⁹ A expressão padrões ‘normativos’ é utilizada pelo autor no sentido do padrão regulatório conter diretrizes ou de cenários ideais, de como ‘deveria ser’ o comportamento dos agentes.

¹⁰ De fato, a influência dos bancos no processo de integração do mercado financeiro é concretamente verificado na Europa, onde a governança dos mercados de capitais se tornou supra-nacional, em especial em razão da outorga de poderes a entidades supra nacionais (ESMA – *European Securities Market Authority* e EBA – *European Banking Authority*), para atividades de implementação de regras com origem em Diretivas da União Europeia ou em *regulations* editadas pela Comissão Europeia.

¹¹ Sobre essa dispersão de poder entre Estados e agentes societais, vide também Cohen (2008), quando analisa as dinâmicas de poder e regulação em matéria de finanças globais, que confirma essa análise.

comportamento responsivo das agências reguladoras aos interesses dos financiadores privados, adotando políticas que promovem a competitividade dessas instituições no mercado transnacional. Os argumentos para essa situação abrangem um leque grande: trata-se de regras profissionais, a indústria financeira possui um conhecimento especializado e técnico nesse setor sofisticado, e, ainda, há uma necessidade compartilhada de manter confiança no setor financeiro nacional (UNDERHILL, 2011).

Numa análise do papel da indústria financeira americana, Helleiner (2011) também compartilha desse argumento, ao relatar que, se no passado os incentivos desses atores eram para que não existisse regulação sobre determinada matéria, pois a regulação afetaria a composição competitiva dos mercados e das firmas norte-americanas, na situação atual, pós-crise, o papel do setor financeiro foi encorajar os formuladores de políticas a participar da coordenação de regulação internacional de forma a garantir que lhes fosse mantido um ‘campo de jogo’ mínimo. Na opinião desse autor, mesmo que essa atividade esteja acontecendo sob a sombra do estado, no novo ambiente após a crise, a influência e atuação do setor privado na matéria é definitiva e veio para ficar, o que se vislumbra até mesmo pela delegação de tarefas regulatórias a ele feita por parte do G-20 (HELLEINER, 2011).¹²

1.2.2.5. O enfraquecimento dos padrões regulatórios internacionais

Outro enfoque – ou diagnóstico – para o tema de cooperação regulatória é trazido por Helleiner e Pagliari (2011) que, depois de avaliar a agenda de discussões ocorridas após a crise financeira de 2007/2008, concluíram que o estabelecimento de padrões regulatórios internacionais saiu enfraquecido. O envolvimento dos ‘grandes poderes’ com os meandros da crise e, ao mesmo tempo, a maior participação das novas potências emergentes no âmbito das instituições e fóruns de discussão, como G-20 e o Conselho de Estabilidade Financeira (*Financial Stability Board*, ou FSB), teriam diminuído o apetite pela harmonização global regulatória. Para esses autores, o ambiente regulatório estaria caminhando para um modelo mais fluido de coordenação de políticas, em que, como resultado, apareceriam convergências regulatórias informais e fragmentações regulatórias até um cenário que eles denominam ‘descentralização cooperativa’, como resultado de padrões regulatórios divergentes, estes últimos similares ao que Drezner (2007) chamou de padrões de rivalidade ou padrões-falsos.

De acordo com os autores, os estados, como formuladores de política, poderiam, por seu lado, mitigar esse problema, caso utilizassem formas ‘mais fracas’ de cooperação, tais

¹² Tal é o caso, por exemplo, do endosso e legitimidade dos padrões e códigos de melhores práticas de contabilidade e auditoria formulados pelo *International Accounting Standards Board* - IASB.

como a adoção de padrões internacionais baseados em princípios, compartilhamento de informações, colaborações em pesquisas, sistemas internacionais de alertas (para crises financeiras futuras) e até mesmo programas de treinamento (*capacity building*). Outra possibilidade seria ter variações de cooperação em relação a setores ou atividades financeiras diferentes, por meio de redes transnacionais próprias. De certa forma, esta visão coincide com aquela que reconhece o poder crescente dos atores privados transnacionais.

Embora ainda exploratório, o diagnóstico formulado pelos autores atenta para a necessidade de olhar para o estudo da regulação prudencial internacional com um viés diferenciado, mais aberto e multidisciplinar, que pretende ser a lente a ser utilizada neste trabalho.

1.2.3. Proposta de diálogo com os enfoques teóricos apresentados

A proposta da presente pesquisa é acrescentar ao conteúdo existente um novo olhar sobre a questão. Para tanto, a intenção é trazer duas contribuições efetivas à discussão sobre o tema da cooperação regulatória.

A primeira é alargar o significado do que se entende por cooperação regulatória, confirmando, assim, a existência de regras ou avaliações que, embora tenham forma ou conteúdo divergentes, possuam funções, objetivos ou substância similar ou equiparada. As diferenças nas regras podem ser tênues ou mais complexas, e o importante é inferir que o tema da cooperação regulatória envolve não apenas o comprometimento dos estados por meio da subscrição de modelos ou práticas, mas também uma compatibilização efetiva das regras com o quadro institucional e regulatório. Nesse sentido, a aplicação de princípios ou de conteúdos regulatórios que privilegiam a ‘substância em relação à forma’ se apresenta como uma das modalidades que permitem aferir a existência de cooperação regulatória.

A segunda contribuição consiste em ampliar a discussão sobre cooperação regulatória para além do papel central dos estados na regulação. É necessário olhar também para os fluxos de capitais e para o viés dos agentes de mercado,¹³ que tomam suas decisões baseados no ambiente regulatório e podem mover seus capitais de maneira a pressionar por mudanças nas preferências dos estados.

Porque essas contribuições são importantes? Elas têm relevância do ponto de vista teórico, pois complementam, confirmam e refinam hipóteses já discutidas, com novas comprovações empíricas. Também importam do ponto de vista prático, no campo de

¹³ Esta expressão é utilizada no curso do trabalho referindo-se aos investidores de capital. Vide nota n. 45.

formulação de políticas públicas, pois a moldura de análise criada para o exercício empírico, por meio de um roteiro específico, permite identificar melhor a existência de cooperação regulatória, e, ainda, o fator motivador das regras. Adicionalmente, essas contribuições auxiliam a compreender a oscilação do pêndulo regulatório no estímulo ao aumento de fluxos de capitais e na busca por melhores regras ou ‘boa regulação’.¹⁴

Para entender melhor esses elementos – aumento de fluxos e melhores regras ou boa regulação – são formuladas algumas considerações prévias, que serão revisitadas no curso deste trabalho.

Primeiro, a atividade regulatória conjugada ao movimento dos fluxos de capitais. Na discussão acadêmica sobre a cooperação regulatória, vários autores buscaram estabelecer conjuntos de variáveis explicativas, e talvez o destaque mais importante esteja relacionado com o ônus econômico que ela representa. Nesse sentido, a decisão dos governos de cooperar é tomada com base nos custos envolvidos em fazer os ajustes necessários para alterar padrões domésticos (DREZNER, 2007). Isso pode significar, em contrapartida, que os fluxos internacionais de capitais não serão direcionados para os países que não fizerem esses ajustes. Ou seja, a adoção de regras convergentes não seria propriamente uma opção dos países, e sim uma obrigação imposta a eles caso queiram fazer parte da rota de receptores de investimentos.

Por outro lado, a avaliação básica de um sistema regulatório (ou de um país) passa por saber se esse sistema é bom, adequado, aceitável, ou se precisa ser reformado. Mas, afinal, o que seriam ‘melhores regras’, quais são os critérios para aferir se um sistema regulatório é bom? Essa resposta começa por uma explicação de onde advém a necessidade de regular.

Do ponto de vista político, quando no exercício de sua missão regulatória, há vários critérios usualmente declarados pelos governos ou entidades governamentais para uma boa

¹⁴A adoção da figura do pêndulo vem de uma explicação adotada por Eatwell e Taylor (2000), em que mencionam os ‘balanços’ existentes na atividade regulatória: “A linha divisória entre as atividades desempenhadas pelas autoridades reguladoras e as atividades não-reguladas dos mercados não é um ponto fixo, é um pêndulo. Depois de um tempo em que as autoridades são ultrapassadas pelos desenvolvimentos ocorridos nos mercados financeiros, a necessidade de regular se torna mais premente. Mas, quando os temores se acalmam, os argumentos que promovem as vantagens das inovações financeiras num ambiente liberal se tornam mais persuasivos. Além disso, a relação entre os mercados financeiros e as autoridades está sempre mudando, na medida em que prossegue a integração dos mercados tanto doméstica quanto internacionalmente. Enquanto as inovações técnicas mudam, também muda a velocidade em que os mercados operam e o mix de produtos negociado. Não apenas o balanço do pêndulo muda, mas também muda o ponto a partir do qual o pêndulo é suspenso.” (tradução livre) “*The dividing line between the activities of the authorities and the unregulated activities of the market is not a fixed point, it is a pendulum. After a period in which the authorities fall behind developments in financial markets, the need to regulate becomes more pressing. But when fears subside, arguments promoting the advantages of financial innovation in a liberal environment become more persuasive. Moreover, the interrelationship between the financial markets and the authorities is always changing as the integration of markets proceeds domestically and internationally, and as technical innovation changes the speed at which markets operate and the product mix traded. Not only does the swing of the pendulum change, but the point from which the pendulum is suspended changes too.*”

regulação, sendo alguns deles proporcionalidade, *accountability*, consistência, transparência e objetivo, segundo Baldwin, Cave e Lodge (2012). Esses mesmos autores apontam cinco argumentos que servem para saber se determinada ação regulatória tem uma sustentação mínima, ou seja, se é legítima: 1) se a iniciativa tem respaldo legislativo, 2) se tem um esquema apropriado de *accountability*, 3) se os procedimentos são justos, acessíveis e abertos, 4) se o regulador está agindo com *expertise* suficiente e 5) se a iniciativa é eficiente.

As organizações econômicas internacionais também já sinalizaram há algum tempo a importância do tema e apresentaram sua visão de quais critérios e aspectos seriam adequados, e adotaram princípios mínimos para a manutenção de uma boa política regulatória (World Bank, 2004, e OECD, 2005).

Esses argumentos parecem priorizar aspectos procedimentais da regulação, pelo que seria conveniente, especialmente em se tratando de tópicos de mercado de capitais, avaliar elementos de conteúdo mais substantivo, como, por exemplo, se a regulação visa à manutenção de um mercado transparente, justo e ordenado, com as finalidades de proteger investidores e minimizar riscos, garantindo assim a estabilidade sistêmica (EATWELL; TAYLOR, 2000).

De qualquer sorte, parece claro que existem várias formas de avaliar se um país possui ou não boa regulação.

Segundo a visão econômica, uma boa regulação seria aquela eficiente no sentido de maximização de riqueza (POSNER, 1974). Mas a noção de eficiência pode incluir também aspectos morais e de riscos. Nos mercados de capitais, a necessidade seminal de existir regulação passa pela correção de falhas inerentes ao mercado, que ocorrem quando ele deixa de produzir resultados eficientes, devido a externalidades como situações de competição, má formação de preços, manipulação e falhas de informação (STIGLITZ, 2010).

Mercados regulados reduzem os custos de transação, com base no conhecido Teorema de Coase, segundo o qual, para que os participantes possam atingir um resultado eficiente, eles deveriam ter seus direitos de propriedade bem definidos e estar bem informados, o que envolveria custos.¹⁵ Daí, estar num mercado organizado, com regulação, além de reduzir os chamados custos de transação, serve como meio para evitar o risco sistêmico, também uma externalidade, que agrega custos às transações (EATWELL; TAYLOR, 2000). Segundo esses autores, esta seria a justificativa para os governos terem criado autoridades com poderes fortes de regulação.

¹⁵ Sobre a origem do termo 'custo de transação', o artigo de referência é Coase (1960).

A preocupação das autoridades reguladoras é buscar caminhos para que os investidores levem em conta os riscos envolvidos na atividade das instituições financeiras e, ainda, corrigir distorções criadas por assimetrias de informação, redução do ‘*moral hazard*,’¹⁶ prevenir a prática de atividades criminosas, a manipulação de mercado, o uso de informação privilegiada e outras formas do que é rotulado como abuso de mercado. Em linhas gerais, portanto, as tarefas dos reguladores podem ser resumidas em duas: 1^a) assegurar que os mercados trabalhem de maneira eficiente, administrando o risco sistêmico e prevenindo abusos de mercado e crimes econômicos e 2^a) proteger o público consumidor (investidores) (EATWELL; TAYLOR, 2000). Neste trabalho, cabe ressaltar que o conceito de ‘boa regulação’ leva em conta a conjugação dos diversos elementos consagrados pela literatura mencionada, sejam eles procedimentais, de cunho econômico ou de política regulatória. Todos esses fundamentos serão levados em conta quando da análise das iniciativas regulatórias.

Adicionalmente, cabe enfatizar que as finalidades ou objetivos da regulação sobre o mercado de capitais, ao menos do ponto de vista do regulador, também podem ensejar preferências distintas entre os países. Será que importa, na mesma medida, que uma regulação (doméstica ou internacional) preveja, por exemplo, a prestação mínima de informações, a equidade nas operações, o ordenamento de preços do mercado e, ainda, a apropriação de riscos pelos participantes do mercado? Além dos distintos objetivos na regulação, cada país pode ter interesses, preferências, especificações e sistemas legais diferentes, em que esses elementos tenham um peso diferenciado.

Este cenário coloca o dilema anteriormente apresentado. Em que sentido balança o pêndulo da cooperação regulatória? Penderia ele para regras que ditem o comportamento apropriado e esperado dos mercados e dos seus participantes (boa regulação)? Ou para regras visando aos fluxos de investimentos?

Aparentemente, estes dois parâmetros (boa regulação e aumento de fluxos de investimentos) não são opostos: ao contrário, eles caminham juntos e na mesma direção, mas com intensidades variáveis nas diferentes jurisdições. O cenário de interesses e intensidades de regulação permite formular, de maneira mais clara, as questões de pesquisa e hipóteses deste trabalho, que serão apresentadas no próximo capítulo.

¹⁶ ‘*Moral hazard*’ ou risco moral é a expressão utilizada para designar uma assimetria ou falha de mercado em que os participantes de mercado adotam determinada postura confiando num comportamento pré-determinado do setor público, como a que se verificou, por exemplo, no salvamento de instituições bancárias norte-americanas na crise financeira global.

Neste capítulo discorreremos sobre como o cenário da crise financeira global acabou colocando foco na discussão sobre regulação no mercado de capitais. A cooperação regulatória ficou em evidência e, para discutir seu papel no cenário internacional, bem como a existência de variações e padrões, apresentou-se o objeto do trabalho, que consiste numa análise sistêmica de iniciativas regulatórias editadas nesse mercado.

Foi explicitado o campo da pesquisa como sendo de economia política internacional, na medida em que se vai analisar a interação de fatores domésticos e internacionais e sua implicação em termos de resultados políticos e econômicos. No curso do trabalho, serão avaliados conteúdos de iniciativas regulatórias internacionais e nacionais e identificados os elementos internacionais que tenham influenciado o resultado doméstico atingido, daí justificou-se a inspiração da teoria dos jogos de dois níveis para o desenho da pesquisa.

Adicionalmente, foi feita uma descrição do percurso histórico sobre cooperação regulatória, que vai desde a intensificação de fluxos nos mercados de capitais, verificada a partir dos avanços tecnológicos, ao conseqüente aumento de operações transnacionais e, por fim, a eclosão da crise financeira global, em que despontou um clamor por regulação nova e abrangente. A dicotomia evidente a partir desse cenário é que, embora as operações em mercado sejam transnacionais, sua regulação é editada no âmbito doméstico.

Todos esses fatores suscitam o interesse em duas premissas que são levadas em conta pelos estados quando do exercício da atividade regulatória. A primeira é a previsibilidade das regras, que tem por fim elidir o chamado risco legal, e a segunda é a competição regulatória, que eventualmente enseja os conhecidos encargos legais ou regulatórios.

Foi apresentada a terminologia utilizada no trabalho e, em especial, foram enfatizadas as diversas modalidades existentes na cooperação regulatória, que compreende esforços e atividades variados, os quais podem, afinal, chegar a níveis e resultados diferentes sem desconfigurar o seu propósito original.

Também pudemos observar as vertentes da literatura que tratam do tema de regulação financeira global e das diversas modalidades de cooperação regulatória. As principais abordagens explicativas de como são tomadas as decisões de cooperar são a difusão internacional, o papel central dos grandes estados, os fóruns de discussão internacional, a influência dos atores privados transnacionais e o enfraquecimento dos padrões regulatórios.

A difusão internacional explica que a escolha política das decisões tomadas pelos

estados é interdependente, isto é, afetada pela escolha prévia de outro estado. Existem quatro mecanismos por meio dos quais ocorre essa tomada de decisão: coerção, competição, aprendizado e emulação.

O enfoque teórico que aborda o papel central dos grandes estados considera que os esforços de regulação global só ocorrem em razão dos grandes estados, que têm que estar presentes para que haja sucesso em qualquer iniciativa nessa seara. As preferências dos grandes estados apontam, por sua vez, para seus elementos domésticos.

O papel dos fóruns de discussão internacional foi destacado porque são eles que lideram a iniciativa de criação de padrões ou recomendações internacionais nos mercados de capitais e financeiros. Apesar de críticas formuladas por eles não possuírem um papel independente das preferências e dos poderes dos atores dominantes, ocorre em seu contexto uma interação efetiva de tecnocratas, que permitiria um entendimento mais homogêneo das matérias tratadas. Ademais, as recomendações internacionais são inseridas nas avaliações e agendas de verificação realizadas pelas instituições financeiras internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, e seu fator reputacional continua sendo levado em conta pelos reguladores.

Outra abordagem de interesse é a que indica a influência dos atores privados transnacionais. Nesse sentido, mostra-se que a mobilidade de capitais e de serviços financeiros modela a escolha dos formadores de políticas públicas, e, ainda, que as crises estimulam cooperação entre os países. Efetivamente, verifica-se o aumento do papel dos agentes privados na observância de alguns elementos: sua influência na elaboração da regulação, uma maior dependência dos reguladores nos interesses do mercado, um favorecimento maior nas preferências privadas e, no campo internacional, o encorajamento da coordenação global como forma de garantir um campo de jogo mínimo aos participantes domésticos.

Por fim, parte da literatura tem apontado para o enfraquecimento dos padrões regulatórios, que consistiria na diminuição do apetite pela harmonização global regulatória. Esse movimento seria decorrência do envolvimento dos grandes estados com os meandros da crise e, ainda, da participação de mais potências emergentes nos fóruns de discussão internacional, situações estas que geraram um modelo mais fluido e informal de coordenações políticas e regulatórias e que poderiam levar a uma verdadeira descentralização cooperativa ou fragmentações regulatórias. Para mitigar esses efeitos, seriam adotadas formas mais fracas de cooperação, tais como a adoção de padrões internacionais mais baseados em princípios, o compartilhamento de informações, colaborações em pesquisas e programas de treinamento, dentre outras.

Observamos de que maneira se encontram relacionadas as vertentes teóricas com o tema da pesquisa e pudemos concluir que o presente trabalho tem por fim complementar e confirmar diversas hipóteses apresentadas por elas, trazendo um olhar novo e multidisciplinar sobre a cooperação regulatória.

A análise levada a cabo pela pesquisa permitirá trazer duas contribuições importantes. Uma delas diz respeito à amplitude do conceito de cooperação regulatória, que abrange não apenas a harmonização de regras, mas também uma compatibilização do ambiente regulatório, e que pode assumir diversos formatos. Outra contribuição é a demonstração de que a cooperação regulatória envolve elementos que vão além do papel dos estados, como os fluxos de capitais e a presença da chamada boa regulação.

Sobre os fluxos de capitais, explicou-se que o ajuste na moldura regulatória, apesar de ter um custo, muitas vezes não é uma opção, e sim uma imposição, para os países, se eles de fato desejam estar na rota das finanças globalizadas. Sobre em que consiste a boa regulação, foram apresentados, além de mecanismos procedimentais, alguns aspectos a serem observados nos conteúdos substantivos, que incluem regras para um mercado justo e ordenado e evitar riscos, os quais serão utilizados para análise sistêmica das iniciativas.

Os países podem apresentar parâmetros de intensidade diferenciados nesses conteúdos, com base em seus próprios interesses, preferências, especificações e sistemas legais. Daí se concluiu ser importante ter esses parâmetros em mente para compreender como esses dois elementos, fluxos de capitais e boa regulação, são considerados pelos distintos reguladores nas suas decisões de cooperar, levando-se em conta que eles não são antagônicos ou opostos, e sim complementares.

No próximo capítulo, apresentamos o desenho de pesquisa, incluindo detalhes sobre o exercício empírico realizado neste trabalho.

CAPITULO 2 – METODOLOGIA

2.1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é mostrar o cenário em que se encontra a cooperação regulatória no mercado de capitais. Durante sua elaboração, partiu-se da premissa de que a cooperação regulatória assume vários padrões e de que há diversos interesses, preferências e incentivos envolvidos na atividade de regulação, tanto no cenário doméstico quanto no internacional.

O foco da pesquisa é comparar origens, funções, objetivos, ambientes regulatórios e conteúdos substantivos das iniciativas editadas, em tópicos específicos do mercado de capitais, no período de 2007 a 2011. Os elementos comuns na estrutura e no conteúdo das iniciativas oriundas de diferentes jurisdições permitem avaliar se foram seguidos parâmetros e, se este for o caso, se a sua intensidade pode ser balanceada ou ajustada em prol de uma cooperação regulatória.

Para tanto, adotou-se a referência a alguns aspectos essenciais e inerentes à cooperação regulatória no mercado de capitais, que foram abordados nos enfoques teóricos apresentados: o papel central dos estados, as instituições, a formação das preferências domésticas, a presença de informações e a influência dos atores não-estatais. Mas, além desses fatores, para retratar a análise desenvolvida neste trabalho, utilizou-se uma lente diferenciada, mais aberta e multidisciplinar.

A motivação principal do trabalho foi expandir o conhecimento do tema, do ponto de vista teórico, ao complementar, confirmar e refinar hipóteses já discutidas, com novas comprovações empíricas. Do ponto de vista prático, o trabalho lança novas luzes no campo de formulação de políticas públicas, pois a moldura de análise criada para o exercício empírico, por meio de um roteiro específico, permitirá compreender a oscilação do pêndulo regulatório em face dos objetivos perseguidos pelo regulador.

2.1.1. Questões de pesquisa

Assim, o trabalho estabelece questões de pesquisa a serem respondidas a partir do exame minucioso dos documentos de regulação, segundo parâmetros específicos, observação e análise. São estas as questões propostas:

- 1) Como tem sido a cooperação na regulação do mercado de capitais?
- 2) No exercício da atividade regulatória do mercado de capitais, os países ficaram mais sujeitos a pressões ou constrangimentos domésticos ou internacionais?

- 3) Existem parâmetros / elementos comuns nas iniciativas editadas por jurisdições distintas e, em caso afirmativo, de que forma estes refletem uma maior cooperação regulatória?
- 4) Qual é a principal força motora da cooperação regulatória?

2.1.2. Desenho da pesquisa e hipóteses

O desenho da pesquisa leva em conta a interação de fatores domésticos e fatores internacionais na regulação no mercado de capitais. Além do mais, considera que, nessa atividade, sempre se encontra presente algum tipo de mecanismo de pressão ou constrangimento. Esses mecanismos podem ser oriundos de elementos domésticos ou, ainda, podem ter origem num cenário externo, como é o caso de padrões ou recomendações internacionais, que, necessariamente, passam pelo escrutínio dos reguladores, para optar ou não pela sua internalização. Quando isso acontece, pode-se dizer que existiu alguma modalidade de cooperação regulatória na formulação de regras domésticas.

A pesquisa considera, ainda, que existem diferenças na implementação de padrões entre os países, em função de arcabouços jurídicos e institucionais de naturezas distintas.¹⁷

Desse desenho derivam as seguintes hipóteses:

H1- Os países têm cooperado, adaptando suas regras domésticas a padrões internacionais. Eles também participam da elaboração desses padrões, tomam conhecimento dos resultados obtidos e fazem isso para gerar credibilidade doméstica e internacional.

H2- Os países sofrem mais pressões domésticas na tramitação das iniciativas regulatórias, pois estas usualmente passam por processos legislativos ou por audiências públicas e os reguladores têm que se reportar aos seus *constituents*. Ainda assim, a origem das iniciativas decorre de padrões, recomendações e até mesmo cenários internacionais, o que permite dizer que os mecanismos de pressão internacional têm um papel relevante.

H3- A principal força motora da cooperação regulatória são os fluxos de capitais e o interesse dos países em mostrar um ambiente regulatório alinhado com os padrões internacionais e os grandes mercados (fator reputacional).

¹⁷ Embora possuam elementos comuns, assume-se que as nuances entre os países podem ter diferentes graus, isto é, podem ser tênues ou complexas, e mesmo assim, se verificar a ocorrência de cooperação regulatória.

2.2. EXERCÍCIO EMPÍRICO

As questões da pesquisa foram trabalhadas por meio de uma análise sistêmica das iniciativas regulatórias adotadas na área de mercado de capitais, em tópicos especificamente selecionados.

A contribuição do trabalho, nesse sentido, é:

- 1º) Criar um roteiro de análise para verificar a existência de cooperação na regulação do mercado de capitais, gerando uma moldura de enquadramento de regras que permita sua futura utilização para outros tópicos de estudo;
- 2º) Mostrar que o conceito de cooperação regulatória é flexível, pois permite fazer adaptações de conteúdos, estruturas e especificações constantes das regras ao meio institucional de cada país. Nesse sentido, cooperação regulatória pode significar simplesmente fazer uma avaliação da matéria objeto de regulação, e, ao final, a recomendação ou regra sequer ser internalizada no próprio país, caso sua adoção dependa de alterações estruturais ou institucionais.

2.2.1. Metodologia adotada

No exercício empírico, o trabalho mapeou a existência de cooperação regulatória, tomando por base iniciativas de edição de regras no mercado de capitais, a partir das quais se busca demonstrar as hipóteses de pesquisa.

O exercício foi realizado mediante o exame de documentos e, complementarmente e para auxiliar nesse exame, foram realizadas entrevistas não estruturadas que abordaram aspectos regulatórios diversos, tais como conteúdo de iniciativas, formatos de regulação e ambientes regulatórios.¹⁸

O trabalho realizado é um estudo qualitativo e utiliza um método denominado *process tracing*, que consiste num teste de liames causais e de mecanismos em que se sustenta a pesquisa (BEACH; PEDERSEN, 2013). Este tipo de metodologia permite fazer inferências fortes sobre como um conjunto de causas, que se encontram dentro dos casos específicos selecionados, contribui para produzir um resultado. Ele foi considerado o mais adequado por trazer forte ênfase aos elementos de causa – no caso, da cooperação regulatória. Prova disso é que as questões norteadoras desta pesquisa são exploratórias de situações puramente causais.

¹⁸ Uma vez que as referidas entrevistas foram realizadas unicamente com o fim de balizar e confirmar os resultados, sua listagem não é apresentada de forma sistemática neste trabalho.

A seguir, são apresentados os casos que serviram de base para o exercício empírico, cabendo esclarecer que a seleção desses casos foi feita para fins de analisar a origem, a existência e o desenvolvimento da cooperação regulatória. As razões que levaram a esta seleção de casos também se encontram explicitadas.

2.2.2. Tópicos regulatórios selecionados

Os casos selecionados para esta pesquisa se referem aos seguintes tópicos de regulação:

- 1) *Remuneração de administradores*: requisitos para prestação de informações sobre pacotes de benefícios, com discriminação de valores.
- 2) *Operações com títulos a descoberto*¹⁹: medidas restringindo ou proibindo os participantes do mercado de realizarem esse tipo de operação ou exigindo sua divulgação.
- 3) *Agências de classificação de riscos* (ou agências de *rating*): exigências para registro obrigatório das agências, medidas para minimizar conflitos de interesses, divulgação de informações sobre metodologia e estrutura mínima administrativa e de análise.

Qual a razão de escolha destes temas, e não de outros, para analisar a cooperação regulatória? E mais, porque não foram analisadas todas as iniciativas regulatórias relativas ao mercado de capitais ocorridas após a crise, independente da seleção de tópicos ou matérias específicas?

Em primeiro lugar, o que se buscou fazer foi selecionar casos que tivessem objetos de regulação diferentes. Uma classificação típica de objetos de regulação na área de mercado de capitais leva em conta, por um lado, os participantes do mercado e suas condutas, e por outro, algumas situações específicas que demandam regulação.

Assim, dentre os participantes, o foco da regulação são as empresas emissoras de valores mobiliários, e, ainda, as pessoas que adquirem e negociam os valores por elas emitidos, sejam os investidores diretos ou aqueles que atuam na qualidade de intermediários. Por seu lado, quanto às situações usualmente tratadas, podem ser mencionadas, dentre outras, as próprias ofertas de valores ao público, as operações nos mercados secundários e, ainda, a prestação de informações, por parte dos emissores dos títulos que são negociados.

¹⁹ Também conhecidas como operações de *'short selling'*, referem-se a uma prática de mercado que consiste na venda de um ativo financeiro que o vendedor não possui, esperando que seu preço caia para então comprá-lo de volta e lucrar na transação com a diferença.

Nos tópicos escolhidos para servirem de estudo de caso, encontram-se retratadas todas essas situações. O primeiro tópico, remuneração de administradores, reflete uma regulação atinente a uma categoria relevante de participantes do mercado de capitais, as companhias emissoras de valores mobiliários e as pessoas a elas relacionadas, ou seja, seus administradores. O segundo, a proibição de operações de *short selling*, tem foco na regulação de operações realizadas em mercado – e insere a possibilidade de estas operações apresentarem riscos a outros participantes. Por fim, o último tópico, a regulação da atividade de agências classificadoras de risco, também se refere à regulação de uma atividade e à estabilidade sistêmica que essa atividade supostamente garante.

Ainda como delimitação do objeto da análise, parece conveniente esclarecer porque os tópicos de regulação foram restritos, ou seja, porque não foram selecionadas todas as iniciativas exaradas no ambiente regulatório do mercado de capitais, mas somente algumas delas, de temas e países específicos. Primeiramente, entendeu-se, por um lado, que a quantidade de iniciativas emitidas pelos países seria desigual, o que levaria a perder o detalhe da comparabilidade. Por outro lado, os tópicos apresentam variações de resultados que permitem de maneira suficiente acompanhar e, ao mesmo tempo, questionar as explicações teóricas mencionadas.

Adicionalmente, todos os tópicos selecionados foram considerados como fatores responsáveis pela crise financeira global, pois envolvem participantes, atividades ou operações que foram rotulados como sendo marcantes ou responsáveis pela sua eclosão. Isso traz vantagens e desvantagens. Dado que o estudo tem seu recorte temporal exatamente relacionado com a crise financeira iniciada em 2007/2008, a ideia foi manter o foco em temas mais controversos, uma vez que o objetivo era observar o processo de cooperação e as dinâmicas doméstica e internacional a partir de evento de grande impacto. Ao mesmo tempo, tendo em vista a severidade da crise, as numerosas políticas contra-cíclicas adotadas em quase todos os países, incluindo diferentes medidas com efeitos nos mercados financeiros, e a abordagem segmentada em tópicos específicos traz o risco de deixar de fora da análise algum elemento importante.

Por fim, cabe esclarecer que o período escolhido para a análise de iniciativas é a partir de janeiro de 2007 e até dezembro de 2011. Embora o lapso temporal esteja delimitado, é importante mencionar que, na tarefa de análise, foi feito um mapeamento, em cada jurisdição, das iniciativas vigentes no período anterior àquele escolhido. Procedeu-se assim não apenas porque era preciso conhecer e entender o ambiente regulatório, mas, em especial, a fim de

estabelecer ou excluir a hipótese de causalidade com relação às recomendações internacionais.²⁰

2.2.3. Dados utilizados

O material de pesquisa utilizado incluiu todas as iniciativas regulatórias aprovadas ou que tinham possibilidade de se tornar regras efetivas, tais como leis tramitadas nos parlamentos, regras aprovadas por agências reguladoras, associações de reguladores, bem como projetos de lei ou de regras colocadas em audiência pública ou restrita. Não foram incluídas regras de regulação privada ou formuladas por entidades privadas com funções autorreguladoras, isto porque, no âmbito deste trabalho, não se buscou avaliar regras decorrentes de delegação de competência regulatória.²¹

O trabalho também incluiu a identificação e apreciação das recomendações adotadas por fóruns internacionais, como a *IOSCO – International Organization of Securities Commissions*, ou Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários,²² e o *FSB – Financial Stability Board* (Conselho de Estabilidade Financeira, anteriormente denominado de *FSF – Financial Stability Forum* ou Fórum de Estabilidade Financeira).²³

Foram analisados, ainda, Relatórios de tramitação de consultas e audiências públicas das iniciativas, a fim de avaliar as manifestações, interesses e preferências das partes interessadas.

2.2.4. Limitações do estudo quanto aos dados analisados

A cooperação regulatória relativa a tratados e acordos internacionais entre estados não é objeto desta pesquisa. Os mecanismos de negociação são distintos, bem como os tipos de

²⁰ Vide capítulo 3, item 3.2.2.2.

²¹ Para aprofundamento deste tópico, vide Büthe e Mattli (2011).

²² A IOSCO, fundada em 1983, é uma organização que reúne as autoridades reguladoras de valores mobiliários de mais de cem jurisdições, que representam praticamente a capitalização da totalidade do mercado de valores mobiliários no mundo. Ela se tornou o principal fórum de discussão internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários. O papel da IOSCO é promover a cooperação e padrões adequados de regulação entre os seus membros, para facilitar o intercâmbio de informações e promover o desenvolvimento dos mercados internos e a vigilância efetiva das operações internacionais de valores mobiliários (www.iosco.org, acesso em 20/08/2013).

²³ O FSB foi criado para coordenar, em nível internacional, a atuação de autoridades financeiras nacionais e organismos internacionais de regulação, e desenvolver e promover a implementação de medidas eficazes de regulação, supervisão e outras políticas do setor financeiro. O órgão reúne autoridades nacionais responsáveis pela estabilidade financeira em importantes centros financeiros internacionais, instituições financeiras internacionais, autoridades reguladoras e supervisoras, e comitês de especialistas de Bancos Centrais (www.financialstabilityboard.org, acesso em 20/08/2013).

avaliações de interesses e preferências no âmbito doméstico.

Também não fazem parte da presente análise, como já mencionado, as iniciativas tomadas no âmbito da regulação privada ou da chamada autorregulação. Embora tais iniciativas integrem o quadro regulatório, este tipo de regulação envolveria análises de estruturas de delegação diferenciadas e específicas.

2.2.5. Os países escolhidos

Os referidos tópicos regulatórios foram avaliados levando-se em conta as decisões regulatórias aprovadas ou em vias de aprovação, nas seguintes jurisdições: Estados Unidos da América (EUA), União Europeia (UE), Brasil e Índia. A escolha dos países levou em conta diversos critérios.

O primeiro critério é o tamanho dos países na economia mundial. O conjunto de países escolhidos representava 60,12% da economia mundial em 2007, e 50,81% em 2012, como mostra a Tabela 1.

Tabela 1. Participação relativa no PIB mundial (%)

País	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Brasil	2.45	2.70	2.79	3.38	3.52	3.14
Índia	2.22	2.00	2.35	2.70	2.66	2.57
Estados Unidos	24.99	23.18	23.93	22.74	21.30	21.89
União Europeia	30.51	29.89	28.21	25.60	25.09	23.21
Total	60.16	57.77	57.28	54.42	52.57	50.81

Fonte: Banco Mundial, *World Development Indicators*

Os Estados Unidos e a União Europeia representam as chamadas economias desenvolvidas, para as quais os mercados de capitais têm, tradicionalmente, grande importância e são centrais na sua dinâmica financeira. Por seu lado, o Brasil e a Índia, dois países de economias emergentes, ambos com intenso desenvolvimento e crescimento de seus mercados de capitais, abriram-se aos investimentos estrangeiros nas últimas décadas e receberam importantes fluxos de recursos.²⁴

Com relação à movimentação de capitais direcionados a investimentos em carteira ou em portfolio (conta do balanço de pagamentos onde estão registrados os investimentos nos

²⁴Sobre valores dos fluxos de capitais, vide tabela e gráfico seguintes. Embora os fluxos de capitais do Brasil e da Índia possuam participações díspares em seus PIBs, o mercado de capitais tornou-se para eles uma alternativa real ao financiamento das empresas a longo prazo na última década.

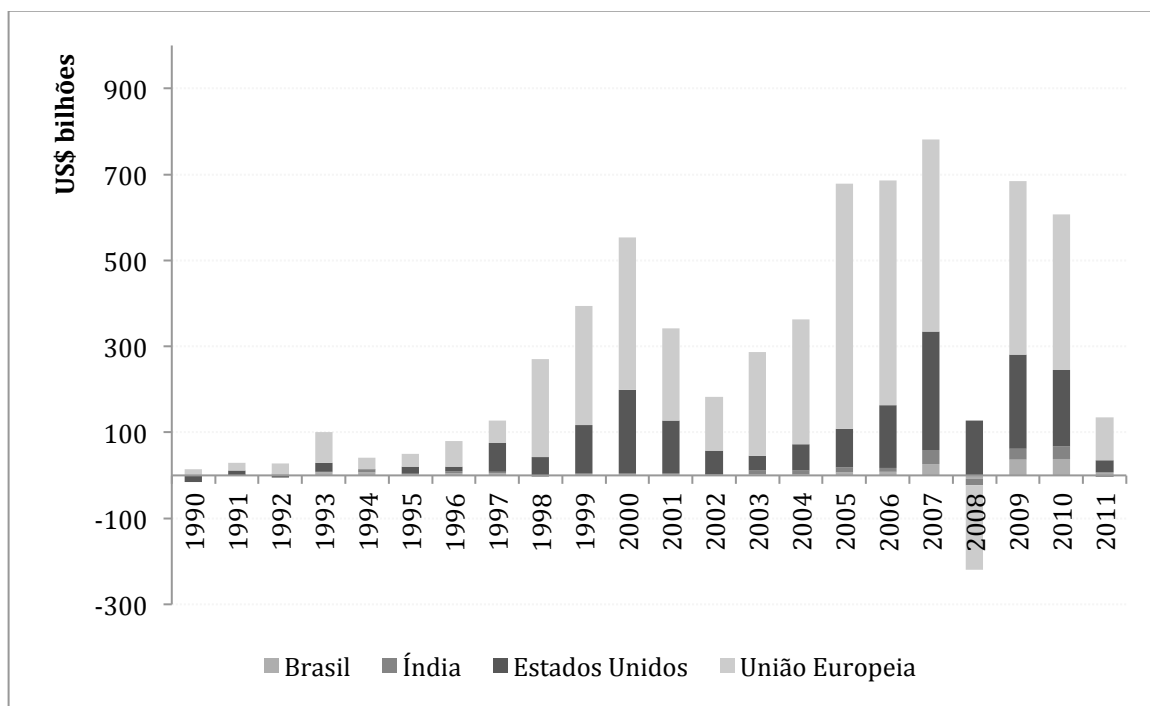
mercados de capitais), esse conjunto de países representa percentual importante dos fluxos mundiais – vide tabela e gráfico abaixo -, especialmente por conta dos Estados Unidos e União Europeia.

Tabela 2. Investimentos em portfólio, fluxos líquidos (% dos fluxos mundiais)

Ano	Brasil	Índia	Estados Unidos	União Europeia
1990	-0.89	0.00	137.76	-124.47
1991	0.67	0.01	12.16	20.68
1992	3.67	0.61	-12.09	55.28
1993	3.69	0.77	11.76	40.05
1994	6.01	4.53	0.73	22.25
1995	2.30	1.32	13.70	23.70
1996	3.32	2.27	6.35	34.35
1997	2.56	1.28	33.60	26.37
1998	-0.55	-0.19	13.04	70.84
1999	0.42	0.38	18.54	45.74
2000	0.47	0.38	29.45	53.92
2001	0.61	0.73	29.93	53.05
2002	1.10	0.59	30.16	69.81
2003	0.69	1.90	7.85	55.73
2004	0.41	1.78	12.13	57.06
2005	0.71	1.33	9.79	62.64
2006	0.86	1.06	16.19	58.18
2007	2.85	3.57	29.91	48.43
2008	4.12	8.19	-69.09	107.22
2009	4.32	2.88	25.55	46.95
2010	4.90	3.96	23.11	46.97
2011	4.67	-2.69	17.79	65.24
2012	1.13	nd	19.81	59.17

Fonte: Banco Mundial, *World Development Indicators*. Elaboração própria.

Nota: Nesta seleção de dados, o importante é verificar a magnitude dos valores frente ao montante de fluxos no mundo. Os valores representados mostram o saldo líquido de fluxos que refletem entradas (inflows) e saídas (outflows) de capitais. Isto explica porque eventualmente alguns valores estão negativos ou, ainda superiores a 100%.

Gráfico 1. Investimentos em portfolio, fluxos líquidos (em US\$)

Fonte: Banco Mundial, *World Development Indicators*. Elaboração própria.

Adicionalmente, cabe destacar que todas as jurisdições escolhidas contam com instituições administradoras de mercado²⁵ sólidas e reconhecidas, que desempenham funções ativas como entidades autorreguladoras.

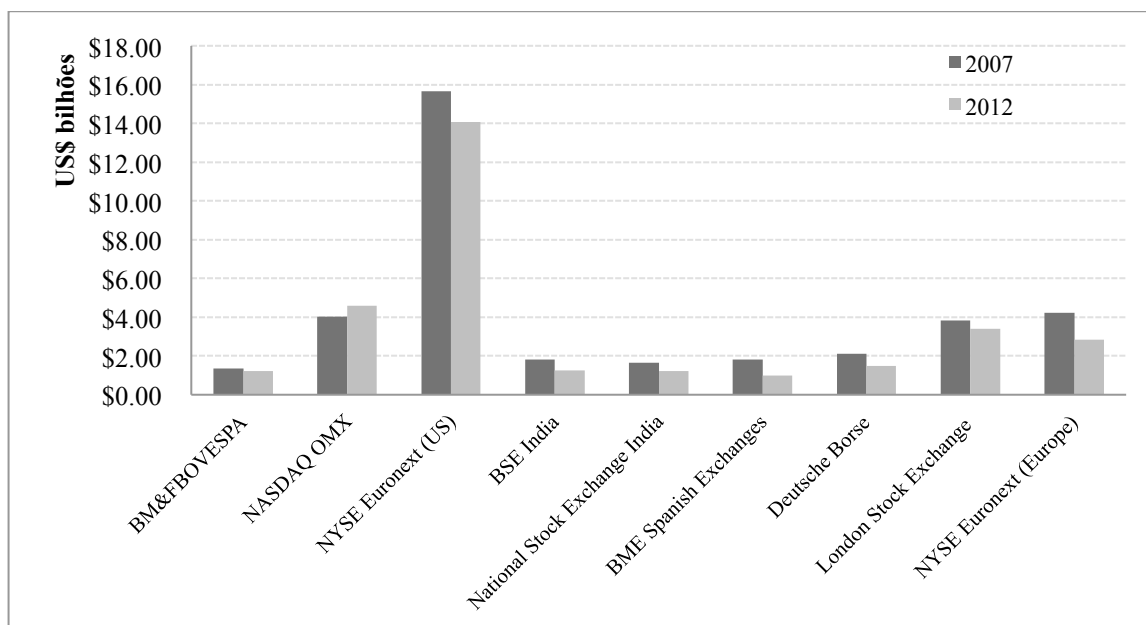
Com efeito, nota-se que os países selecionados possuem mercados internacionais com altos níveis de capitalização de mercado, sendo que as principais bolsas de valores neles sediadas representavam 58,01 % da capitalização mundial em 2007 e 55,40 % em 2012.

Tabela 3. Participação das principais bolsas dos países na capitalização de mercado – mundo (%)

País	2007	2012
Brasil	2.18	2.19
Índia	5.53	4.45
Estados Unidos	31.26	33.25
União Europeia	19.04	15.51
Total	58.01	55.40

Fonte: World Federation of Exchanges, *Statistics*

²⁵São consideradas como entidades administradoras de mercado as instituições responsáveis pela centralização da negociação e pós-negociação de ativos de maneira organizada, como bolsas de valores e câmaras de liquidação e compensação.

Gráfico 2. Valores de capitalização de mercado das principais bolsas dos países selecionados

Fonte: World Federation of Exchanges, *Statistics* Elaboração própria.

Tabela 4. Ranking das bolsas dos países selecionados em função da capitalização de mercado – mundo

Ranking Jun-2013	Bolsa	Capitalização de mercado US\$ bilhões	Nº Companhias listadas
1º	NYSE Euronext (US)	15 632 587,9	2 339
2º	NASDAQ OMX	5 253 641,6	2 581
4º	London SE Group	3 626 653,1	2 733
5º	NYSE Euronext (Europe)	2 908 480,4	1 065
9º	Deutsche Börse	1 517 408,9	731
13º	BSE India	1 077 849,1	5 241
14º	National Stock Exchange India	1 051 483,7	1 673
16º	BM&FBOVESPA	1 018 640,3	365
18º	BME Spanish Exchanges	891 004,1	3 214

Fonte: World Federation of Exchanges, *Statistics*

Outro critério considerado na seleção dos países foi o fato de todos manterem sistemas políticos democráticos. Quanto aos seus ordenamentos jurídicos, observa-se a existência de diversos sistemas legais, já que os EUA e a Índia contam com o sistema consuetudinário (*common law*) e o Brasil, assim como muitos países da UE, seguem a tradição do direito civil (*civil law*).

Uma nota sobre a escolha da União Europeia, em vez de um ou mais países europeus, para comparar as iniciativas de regulação. A decisão de incluir a UE está relacionada com a centralização regulatória por meio de Diretivas, aprovadas num Parlamento supranacional, e de normativas, por meio de uma única agência reguladora. O tamanho do mercado de capitais dos países que integram a União Europeia (contendo importantes centros financeiros), bem como sua capacidade regulatória, sem dúvida, faz diferença na governança financeira global e no diagnóstico feito na presente pesquisa.

Assim, os países escolhidos para análise concentram economias para as quais os mercados de capitais têm bastante relevância, cresceram muito em volume ao longo das duas últimas décadas e, por isso, são destinos relevantes para investidores, assim como seus governos interlocutores importantes em fóruns de discussão sobre governança financeira internacional.

2.2.6. Roteiro de análise

Para fins de avaliar o conteúdo de cada regra emitida, foi elaborado um roteiro de análise das iniciativas de regulação. A cada iniciativa foi aplicado um questionário, na forma do modelo anexo (*Anexo I*), que tem por fim identificar suas características comuns e, com isso, permitir a realização de uma ‘autópsia’ regulatória/institucional e apurar de maneira mais completa a compatibilidade dos resultados finais.²⁶

Nesse questionário estão delineados, de maneira detalhada, alguns aspectos bem objetivos, para facilitar o diagnóstico das iniciativas, tais como a identificação do caráter das iniciativas, objetivos e justificativas primários, seu conteúdo, interesses e preferências domésticas envolvidas, qual a influência dos fatores internacionais, se ocorreu algum tipo de harmonização internacional, dentre outros.

O trabalho utilizou uma amostra de 37 iniciativas regulatórias adotadas, mas também levou em conta o arcabouço regulatório existente em cada país para os referidos tópicos antes de 2007. Além disso, foram analisados os relatórios de consultas ou audiências públicas das respectivas iniciativas, quando existentes, e as 9 recomendações internacionais sobre os respectivos assuntos.

²⁶ A ideia da ‘autópsia’ regulatória/institucional foi inspirada em Milhaupt e Pistor (2010). Naquele trabalho, os autores demonstram que padrões internacionais de governança corporativa ganham contornos próprios quando questionados em instituições locais. Para tanto, fazem uma ‘autópsia institucional’ em episódios de empresas sediadas em distintos países.

A aplicação do questionário foi feita após a leitura, observação e revisão das fontes primárias (as próprias iniciativas, os processos de consulta/audiência pública e a regulação vigente em cada país antes de sua edição), que foram obtidas a partir dos *websites* oficiais das autoridades reguladoras dos mercados de capitais dos países envolvidos. Além das fontes primárias mencionadas, também foram avaliadas as recomendações internacionais sobre os tópicos selecionados, que foram obtidas nos *websites* das entidades responsáveis por sua edição (IOSCO ou FSB).

As respostas aos questionários foram classificadas com a finalidade de identificar padrões e, posteriormente, consubstanciadas numa catalogação que fizesse sentido para esclarecer o raciocínio e conectá-las com o objetivo original da pesquisa. Esse trabalho de classificação e catalogação foi verificado e revisado diversas vezes, para garantir a consistência dos resultados obtidos. Na tarefa de buscar rigor no exercício empírico, vale esclarecer que os resultados não escondem tendências, na medida em que decorrem de questões formuladas de maneira objetiva e se encontram embasadas, em sua integralidade, em conteúdo explicitamente constante do teor das iniciativas e dos documentos analisados.

Os resultados obtidos no exercício empírico foram sumarizados sob a forma de tabelas e de maneira descritiva. Num momento subsequente, foram conectados com as questões de pesquisa. Esse trabalho encontra-se consubstanciado nos dois próximos capítulos.

Neste capítulo foram apresentadas as questões de pesquisa, cujo objetivo é mostrar o cenário em que se encontra a cooperação regulatória no mercado de capitais. O desenho de pesquisa adotado leva em conta a interação de fatores domésticos e internacionais, a existência de mecanismos de pressão e constrangimentos na atividade regulatória, sua origem e as diferenças existentes na implementação de padrões regulatórios entre os países, em função de arcabouços jurídicos e institucionais próprios.

Daí derivam as hipóteses perseguidas no trabalho, que são as seguintes. A primeira, de que os países têm cooperado, adaptando-se aos padrões internacionais, com o fim de gerar credibilidade doméstica e internacional. A segunda é que as pressões domésticas recebidas são elevadas, mas as pressões internacionais também têm papel relevante. E, por fim, a terceira hipótese é que as principais forças motoras da cooperação regulatória são os fluxos de capitais e o fator reputacional buscado pelos países no exercício da atividade regulatória.

Neste capítulo também foi apresentada a estrutura da análise sistêmica. O exercício consistiu em analisar iniciativas regulatórias adotadas por um grupo de países em tópicos específicos e num período determinado. Ele respalda-se num método de pesquisa chamado *process tracing*, que tem por fim verificar os vínculos causais e como eles contribuem para o resultado buscado, a cooperação regulatória. O exercício foi feito mediante o exame de documentos e a aplicação de um questionário elaborado com o fim de identificar padrões entre as iniciativas regulatórias. Por fim, as respostas ao questionário foram classificadas e catalogadas para fins de análise.

Entende-se que esse exercício pode trazer duas contribuições importantes. A primeira é que o roteiro de análise seja utilizado para outros tópicos de estudo. A segunda é demonstrar que o conceito de cooperação regulatória é flexível, podendo admitir modalidades ou variações.

No próximo capítulo serão apresentados os resultados alcançados na realização do exercício empírico.

CAPÍTULO 3 – RESULTADOS DO EXERCÍCIO EMPÍRICO

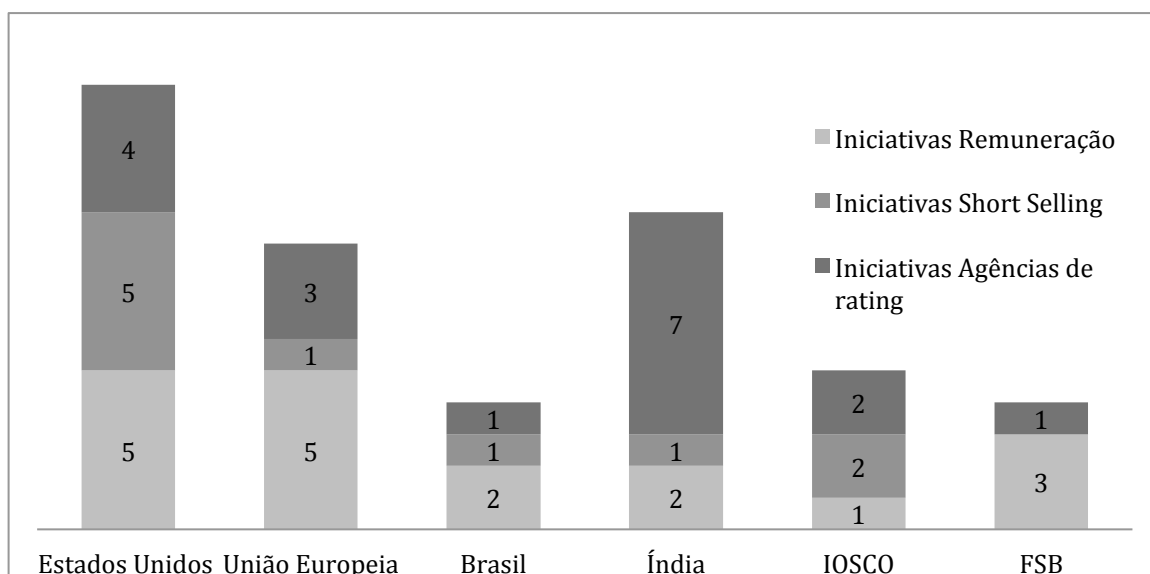
3.1. INICIATIVAS ANALISADAS

Foram analisadas iniciativas editadas a partir da eclosão da crise de 2007/2008 e até dezembro de 2011 sobre os seguintes tópicos:

- 1) Remuneração de administradores,
- 2) Operações com títulos a descoberto e
- 3) Agências de classificação de riscos.

A identificação de todas as iniciativas consta dos *Anexos 2, 3 e 4* e a das recomendações internacionais consta do *Anexo 5*. A qualificação das iniciativas analisadas, por sua vez, está demonstrada no gráfico abaixo.

Gráfico 3. Iniciativas analisadas



Fonte: Elaboração própria

Observa-se uma quantidade maior de iniciativas editadas por parte dos Estados Unidos (14 iniciativas), contra 9 da União Europeia, 4 do Brasil e 10 da Índia. Em todos os países, com exceção da Índia, a quantidade maior de iniciativas situou-se no tópico de remuneração de administradores. Naquele país, a maior quantidade se situou no tema de agências de rating,

ainda que o grande número de iniciativas sobre o assunto tenha tratado de modificações pontuais e esparsas, e não de alterações completas do quadro regulatório doméstico.

3.2. DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

3.2.1. Limites da regulação

3.2.1.1. Origem das iniciativas: pressões domésticas ou internacionais?

As tabelas seguintes apontam a origem das iniciativas, baseadas numa eventual pressão que tenha sido recebida, seja de fontes ou recomendações internacionais, seja de instituições ou regramentos domésticos, isto é, oriundas do próprio país onde a iniciativa foi editada.

Algumas iniciativas não mencionam a ocorrência nem de uma nem de outra hipótese de origem, e outras iniciativas mencionam as duas situações, ou seja, trazem as duas hipóteses de origem, internacional e doméstica.²⁷

Tabela 5. Origem das iniciativas / pressões recebidas – por tópico

ORIGEM DAS INICIATIVAS	Remuneração de administradores– Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto– Total de iniciativas: 8		Agências de rating– Total de iniciativas: 15		TOTAL DE INICIATIVAS: 37	
Recomendação/organismo internacional/cenário internacional/regramento estrangeiro	8	57%	3	38%	6	40%	17	46%
Instituição/outra regra doméstica	6	43%	2	25%	4	27%	12	32%

No tópico de remuneração de administradores, observou-se que 57% das iniciativas foram originadas ou justificadas com base numa recomendação internacional, no cenário internacional, como a crise financeira global, ou em razão de regra editada em outro país. Ao

²⁷ Como todos os resultados descritos neste capítulo decorrem dos conteúdos explícitos constantes nas iniciativas, esta é uma informação importante, pois pode levar à leitura (equivocada) de que não houve uma catalogação de todos os resultados, ou, ao contrário, de que há mais observações do que iniciativas, ou, ainda, de que a inserção numa categoria exclui a outra. Para evitar esse equívoco de interpretação, o total de iniciativas associado a cada categoria está expressamente transcrito.

mesmo tempo, 43% das iniciativas mencionam uma instituição doméstica ou outra regra doméstica como fator originador ou demandante da regulação dessa matéria.

Quanto à regulação de vendas a descoberto, observou-se que apenas 38% das iniciativas tiveram sua origem ou justificativa num elemento internacional e 25% das iniciativas fizeram referência a um elemento doméstico como fator originador ou demandante da regulação.

Por fim, com relação ao tema das agências de rating, observou-se que 40% das iniciativas foram originadas ou justificadas com base num elemento internacional. Por outro lado, apenas 27% das iniciativas mencionam um elemento doméstico.

Tabela 6. Origem das iniciativas / pressões recebidas – por país

ORIGEM DAS INICIATIVAS	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas:4		ÍNDIA – Total de iniciativas:10		TOTAL: 37	
Recomendação /organismo internacional/ cenário internacional/ regramento estrangeiro	3	21%	7	78%	4	100%	3	30%	17	46%
Instituição/outra regra doméstica	5	36%	4	44%	0	0%	3	30%	12	32%

Neste levantamento, verifica-se que a influência de recomendações formuladas por fóruns ou organizações internacionais ou o seguimento de regramentos estrangeiros é muito baixo nos Estados Unidos e na Índia (respectivamente de 21% e 30%), tendo importância no Brasil, onde esse elemento externo se encontra presente em 100% das iniciativas e também na União Europeia, onde esse percentual atinge 78%.

A edição de regras com origem em algum ditame exarado por instituições domésticas ou até mesmo comandada por outro normativo aprovado no âmbito doméstico é uma situação que não tem registro no Brasil, mas se verifica em 36% das iniciativas dos Estados Unidos, em 44% daquelas editadas na União Europeia e em 30% daquelas editadas na Índia.

3.2.1.2. Alvo da regulação: participantes de mercado ou supervisão?

Outro aspecto observado nesse levantamento diz respeito à escolha feita pela autoridade regulatória quanto ao alvo da regulação. A partir desses resultados, consegue-se enxergar se a iniciativa tem por fim a conduta dos participantes de mercado ou se o foco está

voltado, adicionalmente, para medidas que garantam a supervisão dessa conduta. Este último tipo de medida (supervisão) é bastante comum, por exemplo, quando uma iniciativa indica claramente os métodos ou formatos a serem seguidos pelos órgãos supervisores e fiscalizadores, ou, ainda, quando são impostas exigências de prestação de dados e informações específicas para possibilitar a atividade de supervisão pela autoridade competente. As tabelas a seguir trazem os resultados verificados neste quesito.

Tabela 7. Alvo da regulação – por tópico

ALVO DA REGULACÃO	Remuneração de administradores – Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto – Total de iniciativas: 8		Agências de rating – Total de iniciativas: 15		TOTAL: 37	
Participantes de mercado / emissores / investidores	14	100%	8	100%	15	100%	37	100%
Supervisão do mercado / dos participantes	8	57%	3	38%	8	53%	19	51%

Nos três tópicos, notou-se o foco unânime das iniciativas (100%) em regular a conduta dos participantes do mercado. O alvo na supervisão dos participantes ou das operações fez-se presente, de maneira adicional, em parte das iniciativas, mas de forma diferenciada em cada uma das matérias reguladas.

Assim, quanto à regulação referente à remuneração de administradores, observou-se a supervisão como alvo da regulação em 57% das iniciativas. Esse percentual é reduzido para 38% nas iniciativas relativas ao tema de vendas a descoberto e fica em 53% nas iniciativas sobre agências de rating.

Tabela 8. Alvo da regulação – por país

ALVO DA REGULACÃO	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas: 4		ÍNDIA – Total de iniciativas: 10		TOTAL: 37	
Participantes de mercado/ emissores /investidores	14	100%	9	100%	4	100%	10	100%	37	100%
Supervisão do mercado/ dos participantes	6	43%	8	89%	1	25%	4	40%	19	51%

Da mesma forma que o levantamento por tópico, o alvo da regulação de todos os países foi integralmente (100%) focado nos participantes do mercado. A supervisão foi tema

presente em 89% das iniciativas editadas na União Europeia, em 43% das medidas editadas nos Estados Unidos, em 40% das medidas editadas na Índia e em 25% das iniciativas editadas no Brasil.

3.2.2. Evolução regulatória 2007-2011 – como era antes e como ficou após a edição das iniciativas

3.2.2.1. Ambiente regulatório

A fim de se fazer uma análise criteriosa sobre o ambiente regulatório num período específico, não basta apenas levantar e classificar as iniciativas tomando por base a data de formulação das recomendações internacionais para saber, por exemplo, se as iniciativas se encontram em conformidade com elas. É preciso, ademais, fazer um mapeamento completo da regulação existente antes da entrada em vigor das iniciativas, para entender se a intervenção regulatória teve caráter integralmente inovador ou se tão somente indica uma mudança de uma matéria que já era regulada. O conhecimento do ambiente regulatório anterior ainda permite comparar se as iniciativas representam a adoção de um padrão regulatório mais rígido. É importante destacar que, embora estes dois quesitos estejam concentrados na mesma tabela, isto não significa que uma situação (matéria já regulada) seja causa da outra (regras mais rígidas), os levantamentos são puramente factuais. As tabelas a seguir refletem esse mapeamento.

Tabela 9. Acréscimo na regulação – por tópico

AMBIENTE REGULATÓRIO	Remuneração de administradores– Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto– Total de iniciativas: 8		Agências de rating– Total de iniciativas: 15		TOTAL: 37	
Matéria anteriormente regulada a nível doméstico	6	43%	7	88%	14	93%	27	73%
Padrão regulatório mais rígido	14	100%	7	88%	14	93%	35	95%

As matérias objeto das iniciativas analisadas já possuíam, de alguma forma, um padrão regulatório anterior, ou seja, o tema já havia sido tratado em regra doméstica, com variações entre os tópicos regulados. Com relação ao tema de remuneração de administradores, 43% das iniciativas trataram de assuntos ou conteúdos sobre os quais já

havia regramento existente. O percentual sobe para 88% no caso das iniciativas sobre vendas a descoberto e para 93% no caso das iniciativas sobre agências de rating.

De uma maneira geral, os padrões regulatórios de todas as iniciativas foram mais rígidos que o estado anterior. Isto ocorreu em 100% dos casos relativos à remuneração de administradores, em 88% daqueles relativos à venda de títulos a descoberto e em 93% das iniciativas relacionadas com agências de rating.

Tabela 10. Acréscimo na regulação – por país

AMBIENTE REGULATÓRIO	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas: 4*		ÍNDIA – Total de iniciativas: 10*		TOTAL: 37	
Matéria anteriormente regulada a nível doméstico	9	64%	8	89%	2	50%	8	80%	27	73%
Padrão regulatório mais rígido	14	100%	9	100%	3	75%	9	90%	35	95%

**Nota: A quantidade total de iniciativas está indicada em números absolutos. Assim, no caso do Brasil, 75% de iniciativas com padrão regulatório mais rígido equivalem aos 90% da Índia, ou seja, nos dois países, apenas uma única iniciativa não continha regras mais estritas que a medida anteriormente em vigor sobre a matéria.*

No que concerne aos resultados apurados por país, cabe mencionar que, no Brasil, a matéria objeto das iniciativas já era regulada em 50% dos casos, o que equivale a dizer que 50% das medidas brasileiras são fruto de uma inovação regulatória. Nos Estados Unidos, o percentual de medidas reguladas sobe para 64%, na Índia para 80% e, nos países da União Europeia, para 89%, ou seja, a grande maioria dos temas já era fruto de regulação quando as iniciativas foram concebidas. O padrão regulatório adotado nas iniciativas é mais rígido em quase todas as iniciativas, assim ocorrendo em 100% dos casos nos Estados Unidos e na União Europeia, em 90% dos casos na Índia e em 75% dos casos no Brasil.

3.2.2.2. Harmonização com recomendações internacionais

Ainda na análise do ambiente regulatório, cabe fazer uma avaliação específica a fim de identificar se houve harmonização das iniciativas com as recomendações internacionais. É importante ter um entendimento preciso da relação entre as iniciativas e as respectivas recomendações internacionais, sobretudo para confirmar ou excluir a hipótese de causalidade. Como premissa, foi necessário verificar se existia uma recomendação ou padrão regulatório à

época da edição da iniciativa e, em caso positivo, se a iniciativa seguiu total ou parcialmente os ditames contidos na recomendação. Este é o foco das tabelas seguintes.

Tabela 11. Harmonização com recomendações internacionais – por tópico

HARMONIZAÇÃO DE REGRAS	Remuneração de administradores – Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto – Total de iniciativas: 8		Agências de rating – Total de iniciativas: 15		TOTAL DE INICIATIVAS: 37	
	Data da iniciativa é posterior à recomendação internacional	12	86%	5	63%	14	93%	31
Harmonização da iniciativa com a recomendação internacional	13	93%	6	75%	9	60%	28	76%

No tópico de remuneração de administradores, percebe-se que 86% das iniciativas editadas são posteriores à recomendação internacional e 93% delas se encontram com elas harmonizadas. Nas iniciativas relativas a operações de vendas a descoberto, 63% foram editadas posteriormente às recomendações e 75% encontram-se harmonizadas. Já quanto ao tópico de agências de rating, 93% das iniciativas são posteriores e somente 60% das iniciativas se encontram harmonizadas com os padrões internacionais.

Tabela 12. Harmonização com recomendações internacionais – por país

HARMONIZAÇÃO DE REGRAS	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas: 4		ÍNDIA – Total de iniciativas: 10		TOTAL: 37	
	Data da iniciativa é posterior à recomendação internacional	12	86%	9	100%	3	75%	7	70%	31
Harmonização da iniciativa com a recomendação internacional	11	79%	7	78%	4	100%	6	60%	28	76%

Nos países, a edição das iniciativas também coincide com as datas de formulação das recomendações internacionais. Na Índia, 70% das iniciativas foram editadas após a divulgação de recomendações internacionais sobre os respectivos assuntos. Esse percentual foi de 75% no Brasil, 86% nos Estados Unidos e 100% na União Europeia. Quanto ao conteúdo das iniciativas, o nível de harmonização com os padrões internacionais também é elevado, sendo de 60% das iniciativas editadas na Índia, 78% na União Europeia, 79% nos Estados Unidos e 100% no Brasil.

3.2.2.3. Melhora na regulação

Saber se as iniciativas trouxeram uma melhora no padrão regulatório doméstico não é uma tarefa trivial. Há diversas variáveis que podem ser levadas em conta para fazer esta avaliação. Entretanto, a manifestação expressa do regulador é um parâmetro interessante, ao menos para saber se esta foi sua intenção ao optar pelo formato regulatório. As tabelas a seguir apontam qual foi o objetivo perseguido, sobretudo em função da justificativa constante nas iniciativas.

Tabela 13. Objetivos da regulação – por tópico

JUSTIFICATIVAS DAS INICIATIVAS	Remuneração de administradores – Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto– Total de iniciativas: 8		Agências de rating– Total de iniciativas: 15		TOTAL: 37	
Melhora na qualidade da regulação	14	100%	7	88%	15	100%	36	97%
Proteção do investidor	8	57%	7	88%	15	100%	30	81%
Minimização dos riscos de participantes / Garantia de estabilidade sistêmica	14	100%	8	100%	12	80%	34	92%
Manutenção da saúde financeira das empresas / instituições reguladas	10	71%	0	0%	3	20%	13	35%

Na grande maioria das iniciativas, observa-se que o objetivo de sua edição esteve ligado a uma melhora na qualidade da regulação, à proteção do investidor e à minimização dos riscos dos participantes, justificativas perseguidas entre 81% e 97% de todos os documentos analisados. O objetivo de manutenção da saúde financeira das instituições reguladas, entretanto, surgiu em apenas 35% do total de iniciativas, sendo 71% no caso das iniciativas ligadas à remuneração de administradores, 0% naquelas relacionadas a vendas a descoberto, e 20% no tópico de agências de rating.

Tabela 14. Objetivos da regulação – por país

JUSTIFICATIVAS DA REGULAÇÃO	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas: 4		ÍNDIA – Total de iniciativas:		TOTAL: 37	
Melhora na qualidade da regulação	14	100%	9	100%	3	75%	10	100%	36	97%
Proteção do investidor	13	93%	6	67%	2	50%	9	90%	30	81%
Minimização dos riscos de participantes/ Garantia de estabilidade sistêmica	14	100%	9	100%	4	100%	7	70%	34	92%
Manutenção da saúde financeira das empresas / instituições reguladas	5	36%	5	56%	2	50%	1	10%	13	35%

Se a melhora da regulação foi uma constante entre os países (de 75% a 100%), assim como a minimização de riscos (de 70% a 100%), percebe-se um distanciamento maior no objetivo de proteção do investidor, que serviu de justificativa em 50% das hipóteses regulatórias do Brasil, frente a 67% da União Europeia, 90% da Índia e 93% dos Estados Unidos. Quanto à manutenção da saúde financeira, ela foi a justificativa menos utilizada, tendo sido invocada em 10% das iniciativas editadas na Índia, 36% das iniciativas dos Estados Unidos, 50% do Brasil e 56% da União Europeia.

3.2.2.4. Existência de consulta pública na elaboração das iniciativas

A participação dos agentes privados domésticos é de fundamental importância, especialmente em se tratando de iniciativas que tenham por fim internalizar padrões ou recomendações internacionais. Ouvir as partes interessadas (*stakeholders*) é uma maneira efetiva de garantir a participação de quem ficará sujeito às novas regras. Essa oitiva costuma ocorrer por meio de audiências públicas ou, no caso de tramitações de órgãos do poder legislativo, por meio de avaliação em comissões temáticas específicas. A divulgação da justificativa das iniciativas é um fator preponderante para mostrar abertura e propiciar a participação das partes interessadas. Daí a importância de avaliar esse quesito, bem como a eventual ocorrência de modificação nas propostas regulatórias após o término dos referidos processos de audiência pública e de tramitação em comissões. Os dados se encontram consolidados nas tabelas a seguir.

Tabela 15. Tramitação doméstica das iniciativas – por tópico

CARACTERÍSTICA DA INICIATIVA	Remuneração de administradores– Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto– Total de iniciativas: 8		Agências de rating– Total de iniciativas: 15		TOTAL: 37	
Com processo de consulta/ audiência pública antes da aprovação final	12	86%	6	75%	11	73%	29	78%
Com alteração do conteúdo durante a tramitação	10	71%	6	75%	6	40%	22	59%
Com justificativa divulgada	14	100%	7	88%	10	67%	31	84%

Observou-se a abertura de participação às partes interessadas, por meio de audiências, em 78% do total das iniciativas, sendo que o percentual de realização de audiências foi de 86% nas iniciativas ligadas à remuneração de administradores, de 75% naquelas relacionadas a vendas a descoberto e de 73% no tópico de agências de rating.

Terminados os processos de audiência das iniciativas, verificou-se a alteração no conteúdo da regulação vigente num percentual mais elevado para os tópicos de remuneração de administradores e de vendas a descoberto (71% e 75% respectivamente) do que para as iniciativas que trataram de agências de rating (40%).

A justificativa das iniciativas se encontra divulgada na maioria delas, e ocorreu na sua totalidade (100%) nas iniciativas que tratam de remuneração de administradores. Naquelas que tratam de vendas a descoberto, a justificativa das medidas foi divulgada em 88% dos casos, ao passo que esse percentual foi de 67% para as que tratam de agências de rating.

Tabela 16. Tramitação doméstica das iniciativas – por país

TRAMITAÇÃO DOMÉSTICA	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas: 4		ÍNDIA – Total de iniciativas: 10		TOTAL: 37	
Com processo de consulta/ audiência pública antes da aprovação final	14	100%	7	78%	3	75%	5	50%	29	78%
Com alteração do conteúdo durante a tramitação	12	86%	5	56%	2	50%	3	30%	22	59%
Com justificativa divulgada	14	100%	9	100%	4	100%	4	40%	31	84%

A avaliação dos dados reflete resultados distantes e homogêneos entre dois grupos de países. De um lado estão os Estados Unidos, em que a realização de audiência pública e a divulgação de justificativa ocorreu na totalidade das iniciativas (100%), e a alteração de conteúdo, em 86% dos casos analisados. De outro, está a Índia, em que o percentual variou

entre 30% e 50% para esses mesmos quesitos. No caso da União Europeia e do Brasil, os resultados também se encontram alinhados. A realização de consulta pública ocorreu na grande maioria das iniciativas (78% e 75%, respectivamente), as iniciativas foram alteradas em cerca da metade dos casos (58% e 50%, idem) e a justificativa foi divulgada em 100% das situações.

3.2.2.5. Formato das iniciativas editadas

Observar a tipologia das iniciativas permite avaliar uma eventual coordenação nos formatos das regras que tenham a mesma finalidade. O levantamento buscou apurar se as iniciativas tinham por fim estabelecer regras de aplicação cogente,²⁸ ligadas à ação ou omissão dos participantes de mercado (formato de ‘*regulation*’) ou se, em vez disso, o seu objetivo era traçar diretrizes de caráter mais geral (formato de ‘*guidance*’). O resultado encontra-se descrito nas tabelas a seguir.

Tabela 17. Formato de iniciativa editada – por tópico

INICIATIVA EDITADA	Remuneração de administradores– Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto– Total de iniciativas: 8		Agências de rating – Total de iniciativas: 15		TOTAL: 37	
Regra (ou proposta de regra) de aplicação cogente (<i>regulation</i>)	9	64%	7	88%	14	93%	30	81%
Recomendação ou diretriz (<i>guidance</i>)	6	43%	1	13%	2	13%	9	24%

Algumas iniciativas adotam os dois formatos, dependendo das disposições nelas inseridas, mas, de maneira geral, verificou-se que a grande maioria das regras segue o formato de regra de aplicação cogente. Este é o caso de 64% das iniciativas sobre remuneração de administradores, 88% das que tratam de vendas a descoberto e 93% das que tratam de agências de rating. O formato de *guidance* não foi muito utilizado. De fato, ele foi seguido por 24% do total das iniciativas, sendo 43% das que tratam de remuneração de administradores, 13% relativas a vendas a descoberto e idêntico percentual (13%) por iniciativas relativas a agências de rating.

²⁸ A expressão ‘regra cogente’ é empregada para referir a medida de caráter absoluto, obrigatório, cujo cumprimento não depende da vontade da parte à qual ela se aplica.

Tabela 18. Formato de iniciativa editada – por país

INICIATIVA EDITADA	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas: 4		ÍNDIA – Total de iniciativas: 10		TOTAL: 37	
A iniciativa representa uma regra/ norma (ou proposta de regra/ norma) de aplicação cogente (regulation)?	13	93%	6	67%	3	75%	8	80%	30	81%
A iniciativa tem caráter de recomendação/ diretriz dirigidas aos participantes (guidance)?*	1	7%	4	44%	1	25%	3	30%	9	24%

**Nota: Neste quesito específico, vale a mesma observação efetuada na Tabela 10, de que se trata de números absolutos. Isto vale, em especial, na leitura do percentual de 25% apurado para o Brasil, que pode parecer muito elevado, mas que, na verdade, refere-se a uma única iniciativa, enquanto nos Estados Unidos 1 iniciativa reflete apenas 7% do total. Ou, ainda, pode parecer muito próximo ao percentual da Índia (30%), embora naquele país tenham sido 3 as iniciativas que adotaram o formato de diretriz.*

Os resultados seguem a linha de uma baixa utilização do formato de *guidance*, que é reduzida no caso dos Estados Unidos (7%), razoavelmente baixa no caso do Brasil e da Índia (25% e 30% respectivamente) e intermediária no caso da União Europeia (44%). O modelo de regra cogente é o mais comumente utilizado nas iniciativas da União Europeia (67%), no Brasil (75%), na Índia (80%) e, de forma mais contundente, nos Estados Unidos (93%).

3.2.2.6. Conduta visada pelo conteúdo constante nas iniciativas

É sabido que as iniciativas analisadas possuem um forte conteúdo prudencial, na medida em que buscaram regular condutas e vedar práticas que foram consideradas causadoras das instabilidades que assolaram os mercados de capitais. Embora cuidassem primordialmente de condutas de participantes, diversas regras trouxeram exigências de divulgação de informações, que afinal, também é uma espécie de obrigação de conduta, além de ferramenta usual na regulação do mercado de capitais. Essa classificação está explicitada nas tabelas a seguir.

Tabela 19. Conteúdo constante das iniciativas editadas – por tópico

CONTEÚDO DAS OBRIGAÇÕES	Remuneração de administradores – Total de iniciativas: 14		Vendas de títulos a descoberto – Total de iniciativas: 8		Agências de rating – Total de iniciativas: 15		TOTAL: 37	
Obrigações de divulgação ('disclosure')	13	93%	4	50%	10	67%	27	73%
Obrigações de conduta	11	79%	8	100%	14	93%	33	89%

As obrigações de conduta constaram em 89% da totalidade das iniciativas adotadas. De fato, esse conteúdo está presente em 79% das iniciativas sobre remuneração de administradores, em 100% das que tratam de vendas a descoberto e em 93% das que tratam de agências de rating. A exigência específica de divulgação de informações, por sua vez, apareceu em 93% das iniciativas relativas à remuneração de administradores, em 50% das relativas a vendas a descoberto e em 67% das relativas a agências de rating. Da mesma forma que na tipologia anterior, cabe a ressalva de que algumas iniciativas contemplaram os dois tipos de conteúdos.

Tabela 20. Conteúdo constante das iniciativas editadas – por país

CONTEÚDO DAS INICIATIVAS	EUA – Total de iniciativas: 14		UE – Total de iniciativas: 9		BRASIL – Total de iniciativas: 4		ÍNDIA – Total de iniciativas: 10		TOTAL: 37	
Obrigações de divulgação (disclosure)	9	64%	9	100%	4	100%	5	50%	27	73%
Obrigações de conduta	13	93%	8	89%	3	75%	9	90%	33	89%

A adoção de obrigações de *disclosure* foi totalitária (100%) nas iniciativas adotadas na União Europeia e no Brasil, ao passo que as obrigações de conduta estiveram presentes em 89% e 75% das iniciativas adotadas por aqueles países, respectivamente. Essa proporção foi invertida no caso dos Estados Unidos e da Índia, que adotaram obrigações de *disclosure* em 64% e 50% das iniciativas e obrigações de conduta em 93% e 90% das iniciativas, respectivamente.

Este capítulo foi dedicado à descrição dos resultados obtidos. Antes do exercício empírico, foram apresentados detalhes da distribuição das iniciativas analisadas. Os resultados obtidos no exercício empírico foram sumarizados sob a forma de tabelas e de maneira descritiva, com identificação de padrões e parâmetros, que auxiliarão na análise e discussão, objeto do próximo capítulo.

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE E DISCUSSÃO

4.1. ANÁLISE DOS DADOS

Os três tópicos regulatórios analisados (remuneração de administradores, vendas a descoberto e agências de rating) apresentam uma ilustração e uma oportunidade de comprovação das hipóteses de pesquisa apresentadas anteriormente. Após a observação detalhada das iniciativas de regulação nos quatro países, é possível fazer constatações específicas e um exercício de análise.

4.1.1. Iniciativas editadas

Nos Estados Unidos verificou-se um número maior de iniciativas editadas com relação aos demais países, inclusive com um balanceamento entre a quantidade de iniciativas por tópico. Esse cenário pode decorrer de diversos fatores.

Antes de tudo, ele pode decorrer da magnitude de seu mercado de capitais, seu grau de desenvolvimento, profundidade e importância relativa no conjunto da dinâmica financeira, não apenas nacional, mas também para os mercados globais. Por estes fatores e por sua própria evolução política e econômica, o país foi o epicentro e muito afetado pela crise econômica global, o que exigiu respostas regulatórias imediatas e em quantidade maior. Deve-se lembrar que o país vinha de um histórico de ‘desregulação’, fruto de políticas liberalizantes, em um contexto político bastante preciso, o qual exigiu que, no momento da crise, fosse dada uma resposta política expressa em um aumento do aparato regulatório.

Também existia uma clara intenção, por parte dos Estados Unidos, de que a sua estrutura de regulação fosse adotada em outras jurisdições, antecipando-se, quando possível, às recomendações internacionais. Como mercado mais desenvolvido, o país tinha uma *expertise* maior em produtos e mercados ditos ‘inovadores’, o que justificaria a pressa em editar uma quantidade numerosa de iniciativas com conteúdos sobre as matérias que tinham sido imputadas como responsáveis pela crise financeira global.

Mais do que isso, a pressão doméstica para uma resposta regulatória à crise foi evidentemente maior nos Estados Unidos, não somente pelos motivos acima apontados, mas também em razão da estrutura mais sólida e consolidada de suas instituições de mercado. Nesse contexto, inclui-se um grande e ativo papel das partes interessadas, que vão desde as inúmeras organizações de *stakeholders*, acostumadas a exercer seus direitos por meio de uma

poderosa indústria de *lobby*, até o típico contribuinte norte-americano, que, naquela ocasião, exigia a prestação de contas dos salvamentos financeiros feitos aos bancos com dinheiro público.

Percebe-se que os demais países, comparativamente aos Estados Unidos, editaram um número inferior de iniciativas.²⁹ Essa conduta pode decorrer de razões conjunturais, que vão desde uma menor exposição à crise financeira global até uma baixa sofisticação dos seus mercados de capitais. Paradoxalmente, a quantidade reduzida de iniciativas também pode se dever ao fato de os países já possuírem uma moldura regulatória sólida sobre os tópicos analisados. Este é o caso do Brasil, em que as crises bancárias atravessadas na década de 1990 serviram de estímulo para uma melhor estrutura regulatória do mercado e de suas instituições,³⁰ e fizeram com que a lacuna regulatória fosse menor em diversas matérias que foram discutidas com o advento da crise financeira global.³¹

Essa análise do ambiente em que as iniciativas foram editadas serve de base para começar a entender a motivação dos países para os tópicos selecionados neste trabalho. Os próximos itens, que complementam o escopo de análise, avaliam os resultados observados, especialmente quanto a parâmetros mínimos e elementos comuns existentes nas iniciativas.

4.1.2. Origem das iniciativas

O elemento externo (recomendações internacionais, jurisdições estrangeiras, cenário global) esteve bastante presente nas iniciativas levantadas.

De todas as matérias reguladas, o tópico de remuneração de administradores sofreu mais influência do elemento externo do que os demais. Isso pode ter ocorrido por este tema ser de compreensão mais evidente e, portanto, de maior aceitação social quanto à conduta repreendida, o que demandaria uma reformulação regulatória imediata, sem grandes questionamentos, seguindo as recomendações de fóruns internacionais, onde o tema tinha sido exaustivamente discutido. Pode-se também afirmar que, nesta matéria, havia uma necessidade

²⁹A exceção é a Índia, que editou uma quantidade elevada de iniciativas sobre agências de rating no período analisado – vide referência no item 3.1.

³⁰Nesse sentido, vide estudo de Loyo e Azevedo (2010), em que os autores comparam o Programa de reforma do sistema financeiro norte-americano, divulgado em 2009, com um elenco de diversas medidas existentes no Brasil. O padrão regulatório brasileiro aparece como anterior e convergente – e, em algumas situações, até o ultrapassa. Vide também Garcia (2011) e Hornbeck (2009).

³¹Como exemplo, citem-se os modelos existentes no Brasil para identificação de toda a cadeia de investidores até o nível de beneficiário final. Essa estrutura fez com que os controles daí advindos dispensassem a edição de uma regulação específica proibindo operações de vendas a descoberto.

premente de mostrar que o cenário tinha mudado e ninguém estava imune à discussão que era travada na arena internacional.³²

Outro motivo plausível para a maior influência do elemento externo sobre o tópico de remuneração de administradores é que, por se tratar de uma regra imposta às companhias abertas, a conduta mais rígida estava ligada à qualidade do produto negociado em mercado (títulos emitidos por companhias abertas). Nesse caso, a competição regulatória serviria de justificativa.³³

Ademais, a onda ‘moralizante’ criada com a crise e a quebra de instituições bancárias norte-americanas com atuação global gerou uma necessidade de os países mostrarem que estavam atentos às causas geradoras, mesmo não tendo sido afetados com essas quebras, e que seu aparato regulatório era forte o suficiente para prevenir abusos.

Mas voltando à origem das iniciativas, verificou-se que, além do elemento externo, o elemento doméstico também constou como justificativa de diversas iniciativas. Para os fins desta pesquisa, considerou-se como elemento doméstico uma lei ou qualquer outro regramento, ou, ainda, alguma instituição que demandasse a edição de uma regulação específica sobre matéria determinada. Muitas vezes, tal demanda incorporava o conteúdo substantivo a ser aprovado.³⁴

Comparando a incidência do elemento internacional com o elemento doméstico, tem-se que o primeiro superou o segundo (46% contra 32% do total das iniciativas, respectivamente), o que confirma que, nesse período, a regulação foi influenciada mais por um esforço de cooperação internacional do que por as pressões regulatórias domésticas.

Do ponto de vista dos países analisados, Estados Unidos e Índia são aqueles que sofreram menor influência das recomendações internacionais (21% e 30%, respectivamente). No caso da Índia, a menor aderência pode ser explicada pela menor abertura de sua conta de capital e por sua extrema cautela no que concerne a liberalização financeira e o alinhamento econômico com os demais países.³⁵ No caso dos Estados Unidos, trata-se de um país

³²Este comportamento de acompanhamento do que estava acontecendo ao redor do mundo remete às decisões interdependentes mencionadas na literatura de difusão internacional, conforme Simmons, Dobbin e Garrett (2008), mais especialmente, aos mecanismos de aprendizado e emulação.

³³Idem nota anterior, a competição é outro dos mecanismos da difusão internacional.

³⁴Como exemplo, cite-se o caso dos Estados Unidos, em que a Lei Dodd-Frank exigiu que a comissão de valores norte-americana (SEC) editasse regras sobre alguns dos tópicos selecionados: (i) proibindo e regulamentando a realização de operações de vendas a descoberto; e, ainda, (ii) implementando a forma de votação, pelos acionistas, das remunerações de administradores.

³⁵Sobre o histórico de reformas financeiras feitas na Índia e perspectivas futuras, inclusive em sua arquitetura regulatória, vide Patnaik e Shah (2011).

conhecido por ser ‘formador de opinião’ e por seu papel de centro cíclico mundial. Nessa condição, eles influenciam as recomendações internacionais sobre regulação financeira e de mercados, e também servem de paradigma para as demais molduras regulatórias domésticas. Esses argumentos se encontram consubstanciados na teoria dos grandes estados preconizada por Drezner (2007).

Por outro lado, verificou-se que a influência do elemento internacional no Brasil é total (100%) e na União Europeia é elevada (78%), embora nesta última também exista um considerável percentual de participação do elemento doméstico, que é mencionada em 44% das iniciativas. Para estes países, parece ficar confirmada a ideia da difusão internacional, segundo a qual os países conhecem as opções regulatórias adotadas pelos demais antes de tomar sua decisão de como o tema será regulado (SIMMONS; DOBBIN; GARRETT, 2008).

4.1.3. Alvo da regulação na supervisão do mercado ou na conduta dos participantes

Outra constatação importante na pesquisa é que o tema de supervisão de mercado vem sendo inserido nas iniciativas regulatórias, o que representa um avanço em termos de cooperação internacional. Existem diversos acordos de cooperação celebrados entre autoridades reguladoras cujo objetivo é, justamente, compartilhar informações sobre as atividades de supervisão dos participantes de mercado.³⁶ A inserção dessa categoria (supervisão) na agenda regulatória representa, nesse sentido, uma consagração e reconhecimento desses acordos.

Por outro lado, a inclusão de poderes de supervisão no teor das iniciativas que trazem inovações regulatórias tem por fim controlar o cumprimento das regras editadas. Tais poderes cristalizam-se por distintas maneiras: (1) ao outorgar-se maior capacitação/competência à autoridade doméstica para o *enforcement* das regras, ou (2) mediante a exigência de realização de tarefas específicas e rotineiras de supervisão (e não apenas em situações que ensejem riscos), ou, ainda, (3) mediante a imposição de obrigações aos participantes de mercado, usualmente pela demanda de relatórios ou informações pontuais, todos de forma a

³⁶Os acordos de cooperação entre autoridades reguladoras de mercado seguem o modelo de Memorandos de Entendimentos Bilaterais ou do Memorando Multilateral de Entendimentos auspiciado pela IOSCO (MMoU). O MMoU estabelece um formato padronizado para cooperação e intercâmbio de informações sigilosas entre autoridades reguladoras do mercado de capitais de diversos países, especialmente para fins investigativos. A IOSCO tem um processo de análise e aprovação das autoridades interessadas em assinar o MMoU e atualmente conta com a adesão de mais de 82% das autoridades reguladoras membros da IOSCO. Vide www.iosco.org, acesso em 20/08/2013.

facilitar a tarefa de supervisão. Todas as formas mencionadas foram utilizadas nas iniciativas analisadas, e algumas apareceram de forma cumulativa na mesma iniciativa.

Dentre os resultados alcançados, verificou-se que a atividade de supervisão esteve menos presente nas iniciativas que lidam com operações de vendas a descoberto (38%) do que nos demais tópicos (53% nas iniciativas sobre agências de rating e 57% nas iniciativas sobre remuneração de administradores). Isso pode decorrer da existência de mecanismos tecnológicos ou estruturas operacionais que permitem controlar de forma mais automática e eficiente a ocorrência de operações de vendas a descoberto, o que não demandaria nenhuma ação de supervisão específica – e muito menos a sua previsão regulatória. Esses mecanismos ou estruturas existentes seriam suficientes para mitigar a ocorrência de condutas mais complexas, o que não seria o caso daquelas associadas aos temas de remuneração de administradores e de agências de rating, em que a previsão de supervisão esteve presente em percentuais mais elevados.

Com relação aos países, ficou demonstrada uma maior presença da atividade de supervisão nas iniciativas europeias, o que pode estar ligado ao desejo de fortalecer as atribuições da nova autoridade regulatória e de supervisão do mercado de capitais criada na União Europeia em 2009, mas cujo embrião já existia desde 2001.³⁷ Era importante que essa autoridade, recém criada, tivesse seus poderes de supervisão fortalecidos. Afinal, a crise financeira global explicitou certas deficiências e as lacunas nas capacidades de supervisão foi uma delas, presente especialmente em regulações baseadas em princípios (*principle-based rules*) levada a cabo em diversas diretivas da União Europeia.³⁸

Nos Estados Unidos e na Índia, o enfoque de supervisão está presente em menos da metade das iniciativas (43% e 40%, respectivamente), e no Brasil em apenas 25% das iniciativas. Isso possivelmente decorre da influência de aspectos domésticos sobre a competência da autoridade reguladora, que pode já deter poderes amplos de supervisão, ou,

³⁷Em 13/07/2001 foi criado um Comitê Técnico Consultivo europeu, como decorrência do conhecido ‘Relatório Lamfalussy’ (de 15/02/2001). Como desenvolvimento desse Comitê e já com a finalidade de centralizar as atividades de supervisão, em 29/01/2009 é estabelecido o CESR - *Committee of European Securities Regulators*. A partir de janeiro de 2011, o CESR é substituído pela ESMA, na qualidade de Autoridade Europeia de supervisão dos Mercados de Valores mobiliários, a qual trabalha, nessa missão, em conjunto com as autoridades reguladoras nacionais dos países europeus. Vide histórico desse processo em <http://www.esma.europa.eu/page/founding-texts>. Acesso em 20/08/2013.

³⁸Esse fortalecimento dos poderes de supervisão foi especialmente observado na Europa em outros tópicos regulatórios. Como exemplo, vide o caso da diretiva conhecida como *Markets in Financial Instruments Directive*, de 2007 (MIFID 1), cujas lacunas na capacidade de implementação e supervisão das normas estimulou a aprovação de alteração dessa Diretiva, em 2010 (MIFID2). Vide http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid/index_en.htm. Acesso em 20/08/2013.

ainda, do grau de colaboração existente na respectiva jurisdição entre reguladores e entidades autorreguladoras que também cumprem deveres de supervisão.³⁹

Embora a cooperação regulatória esteja presente quando se fala em supervisão implementada por meio dos mencionados acordos de cooperação, se forem tomados por base estritamente os resultados da análise, dificilmente se pode inferir uma uniformização ou convergência internacional. Tanto é assim que a estrutura doméstica dos países e a necessidade de tratar do tema de supervisão talvez tenham sido os elementos mais fortemente considerados quando da edição das iniciativas.

4.1.4. Ambiente regulatório e inovações

O tópico de remuneração de administradores aparece como o de maior incidência de inovações regulatórias. Isso significa que, no momento em que foram editadas as iniciativas analisadas, os tópicos de vendas a descoberto e de agências de rating já tinham sido objeto de regramento anterior (em 88% e 93% dos casos, respectivamente), contra 43% nas iniciativas de remuneração de administradores. O resultado demonstra que as temáticas já estavam no foco das autoridades reguladoras anteriormente a 2007, em maior ou menor intensidade.

Em termos comparados, o país com menos matérias reguladas foi o Brasil (50%), seguido dos Estados Unidos (64%), Índia (80%) e União Europeia (89%). Isso denota uma abertura maior, em especial por parte do Brasil, para alterar seu quadro regulatório.⁴⁰

Adicionalmente, uma importante constatação foi que as iniciativas trouxeram, em sua quase totalidade, um padrão regulatório mais rígido. Esse cenário certamente reflete um sentimento moral próprio de um momento pós-deflagração da crise, e comum a todos os países, em que a regulação se apresentava como a panaceia de todos os males e medida a ser tomada incontinenti. Esse sentimento comum da necessidade de maior rigidez reflete, mais uma vez, a difusão internacional preconizada por Simmons, Dobbin e Garrett (2008).

4.1.5. Harmonização com recomendações internacionais

Há um evidente vínculo causal entre as recomendações internacionais e as iniciativas editadas. Tanto é assim que 84% das iniciativas foram editadas posteriormente à

³⁹A existência de uma colaboração saudável e eficiente entre essas entidades pode certamente racionalizar as demandas regulatórias por maior supervisão.

⁴⁰Vide também as causas apontadas como motivadoras da regulação no item 4.1.1. - Iniciativas editadas.

recomendações internacionais divulgadas sobre as respectivas matérias. Esse vínculo também é confirmado quando se checa o nível de convergência das iniciativas com as recomendações internacionais. O percentual de harmonização é alto para o tópico de remuneração de administradores (93%), para o tópico de vendas a descoberto (75%), e mesmo para o tópico de agências de rating (60%).

Numa análise com foco nos países envolvidos, tem-se que as iniciativas da União Europeia são todas (100%) posteriores às recomendações internacionais, de 86% no caso dos Estados Unidos, de 75% no caso do Brasil e de 70% no caso da Índia. Esse alinhamento temporal parece indicar que grande parte das iniciativas só teria sido editada em atendimento a um clamor internacional oriundo ou motivado, essencialmente, pelas recomendações existentes sobre os tópicos específicos. Acrescido aos aspectos apontados anteriormente,⁴¹ esses resultados confirmam uma cooperação regulatória efetiva entre os países, motivada pelo fator reputacional, que os fóruns de discussão internacional ainda preservam.⁴²

A existência de cooperação internacional também se verifica na harmonização das regras com o conteúdo das recomendações internacionais (mesmo em situações antes da recomendação ser emitida), o que ocorreu em 76% do total das iniciativas editadas.⁴³

O resultado aqui destacado apresenta grande relevância para o tema da pesquisa, mas, por outro lado, parece de todo previsível, na medida em que a adequação a uma recomendação internacional usualmente advém de um movimento que se assemelha a uma ‘onda de harmonização’. Trata-se de um esforço conjugado de toda uma comunidade que participa da discussão e da formulação das recomendações e, complementarmente, tem interesse e atua na sua difusão.⁴⁴

⁴¹Vide Item 4.1.2 – Origem das iniciativas.

⁴²Vide Item 1.2.2.3 – Papel das instituições ou fóruns de discussão internacional.

⁴³Vale a pena ressaltar que o presente trabalho não efetuou uma avaliação detalhada da efetiva convergência dos países às recomendações internacionais que trataram dos tópicos selecionados. Para tanto, teria que se verificar a ocorrência de harmonização parcial ou total de conteúdos e interpretar, em graus de importância, a harmonização alcançada. Embora não se tenha procedido a uma análise nesse nível de detalhamento, a indicação, nas iniciativas, do seguimento dos padrões internacionais, foi suficientemente forte para constatar a existência de cooperação regulatória.

⁴⁴As ondas de harmonização podem ser verificadas em diversas pautas de instituições internacionais e sua implementação em modelos e estruturas regulatórias do mercado de capitais são bem conhecidas, principalmente em tópicos inerentes a atividades de *pós-trading*, que justamente ocorrem após o ciclo de negociação dos ativos. Alguns desses temas são a manutenção de um Sistema Centralizado de Pagamentos, a existência de uma contraparte central para compensação e liquidação de ativos (*Central Counterparty - CCP*), a entrega de ativos versus pagamento (*Delivery versus Payment - DVP*), a liquidação de negócios em 3 dias após sua realização (D+3). O histórico de implementação global dessas recomendações, que também passaram por processos de consultas públicas e discussões, pode ser encontrado no website do CPSS – *Committee on Payment and Settlement Systems*, <http://www.bis.org/cpss/>, acesso em 20/08/2013 e no website do Group of Thirty, <http://www.group30.org/>, acesso em 20/08/2013.

4.1.6. Melhora na regulação

As justificativas de melhora na regulação foram elementos comuns nas iniciativas analisadas. O discurso da melhora na regulação e minimização de riscos para o mercado está associado ao cenário da crise econômica, que exigia mais regulação (ou uma regulação mais rígida e de melhor qualidade) e uma ampla divulgação deste tipo de justificativa. De fato, muitos estímulos para aprovação das iniciativas advieram desse tipo de argumentação, que está refletido na quase totalidade das iniciativas. A adoção desse discurso comum nas justificativas demonstra, em mais de um quesito, a existência de cooperação regulatória entre os países.

Quanto aos demais parâmetros de indicação de boa regulação (proteção dos investidores e manutenção da saúde financeira das empresas), os resultados não foram tão lineares.

A proteção do investidor esteve presente em grande parte das iniciativas dos Estados Unidos, Índia e União Europeia (93%, 90% e 67% respectivamente), e, no Brasil, essa justificativa está presente em metade (50%) das iniciativas.

Já a manutenção da saúde financeira foi o objetivo menos perseguido, chegando a 10% na Índia e 36% nos Estados Unidos. No Brasil e na União Europeia, o percentual ficou em 50% e 56%, respectivamente. Este parâmetro talvez seja mais bem explicado se associado com os tópicos de regulação. De fato, este quesito apareceu de maneira mais consistente para iniciativas sobre remuneração de administradores (71%); afinal, o pagamento de remuneração pelas companhias emissoras não pode comprometer sua estabilidade financeira e os seus resultados. Já nos tópicos de vendas a descoberto e agências de rating, a ocorrência da justificativa é quase irrelevante (0% e 20%, respectivamente).

Como mencionado anteriormente, as justificativas de melhora na regulação e minimização de riscos constantes nas iniciativas são significativas o suficiente para apontar parâmetros mínimos e comuns entre os países, sinalizando a existência de uma efetiva cooperação entre eles.

4.1.7. Consulta pública e participação de *stakeholders*

Outro elemento comum detectado nas iniciativas foi a participação das partes interessadas (*stakeholders*) nos procedimentos de tramitação das iniciativas. Em todos os

tópicos de regulação, foram relevantes os percentuais de realização desse tipo de procedimento. Isso demonstra uma interação doméstica bem estruturada entre os reguladores e os participantes de mercado ou as entidades reguladas, garantindo espaço de manifestação para as preferências e interesses domésticos.

De fato, percebe-se que a participação das partes interessadas foi assegurada, como mostram os percentuais indicando a realização de consultas ou audiências públicas (78%), a ampla divulgação das justificativas das iniciativas (89%) e o efetivo processamento / aceitação das manifestações (59%).

Quanto aos países, nos Estados Unidos, a realização de processos de audiências públicas (100%), com recebimento e processamento de comentários, está certamente mais consagrada, seja em função da existência de um mercado bem desenvolvido e tradicional, com grande pulverização de capital, seja em função da consolidação dos princípios democráticos nos mercados de capitais e de suas instituições. Efetivamente, há, aí, uma forte influência dos agentes de mercado,⁴⁵ cujo alinhamento é buscado constantemente, nas diversas instâncias de propositura e tramitação de iniciativas.⁴⁶

Brasil e União Europeia também aparecem como países em que o percentual de processos desse tipo foi elevado, de 78% e 75% das iniciativas, respectivamente. A não realização de audiência pública, ou procedimento similar, por esses países em todas as iniciativas se deve, possivelmente, ao fato de algumas serem meras divulgações de interpretações por parte do regulador, o que elidiria a existência desse tipo de procedimento.⁴⁷

No extremo oposto, temos a Índia, com metade (50%) de processos de consulta pública realizados nas iniciativas editadas, poucas alterações efetuadas nas iniciativas como fruto desses processos (20%) e baixo percentual de informação sobre as justificativas das iniciativas (40%, comparado com 100% ocorrido nos demais países). Não existem dados objetivos para explicar esse distanciamento, podendo ele decorrer do conteúdo específico dos tópicos de regulação, de uma tendência mais cautelosa por parte do regulador indiano, ou,

⁴⁵A expressão ‘agentes de mercado’ é utilizada neste trabalho para referir-se a detentores de títulos e investimentos nos mercados de capitais, bem como gestores de recursos ou de fundos de investimento. Ela inclui, ainda, os chamados ‘participantes de mercado’, usualmente conhecidos por sua função de intermediação e que também detêm ativos para sua carteira própria.

⁴⁶Esta característica confirma as impressões trazidas pela literatura quanto ao poder crescente dos atores não estatais – vide item 1.2.2.4.

⁴⁷É o caso da situação descrita na nota n. 51.

ainda, da existência de um mercado menos tradicional e menos aberto, mas que vem se consolidando em período mais recente.⁴⁸

Percebe-se que a realização de consultas ou audiências públicas na tramitação de iniciativas não é um procedimento desconhecido, dado que há percentuais que apontam sua realização em todos os países. Entretanto, a sua intensidade talvez dependa de fatores domésticos próprios, que merecem uma melhor elucidação.

4.1.8. Formatos de regulação: *regulation* x *guidance*

O formato adotado pelas iniciativas seguiu uma tendência maior (81%) de regras de aplicação cogente ou obrigatória (*regulation*). O estabelecimento de diretrizes (*guidance*) verificou-se num percentual menor, de apenas 26% do total das iniciativas, sendo bastante presente (43%) nas medidas sobre remuneração de administradores, em especial se comparado com os tópicos de vendas a descoberto (13%) e agências de rating (13%). Possivelmente o interesse do regulador era conferir maior certeza legal na regulação dessas duas últimas matérias, evitando a adoção de diretrizes, o que poderia enfraquecer a mensagem que se desejava transmitir.

Mas, além de ser entendido como um padrão regulatório mais ‘fraco’, o uso do formato de diretrizes também pode indicar uma adaptação regulatória gradual. Assim, num primeiro momento, a diretriz teria condão de um procedimento não obrigatório, mas, decorrido algum lapso temporal, poderia se tornar uma regra cogente⁴⁹.

O formato de regulação adotado também sinaliza o que os países esperam obter com relação ao *enforcement* que será dado às regras. Os Estados Unidos, por exemplo, quase não utilizam o modelo de diretriz. União Europeia, Brasil e Índia adotam os dois, de *regulation* e de *guidance*.

A opção regulatória pode decorrer de diversos fatores. Os reguladores podem fazer uso de todas as prerrogativas possíveis, em épocas ou em disciplinas diferentes. Quanto ao formato de diretriz, podem adotá-lo por entender que algumas matérias precisam ter sua

⁴⁸ Vide Etcheverri-Gent (2007) e Patnaik e Shah (2011).

⁴⁹ Nesse sentido, a consecução da cooperação regulatória também poderia ser vista como um caminho gradual a ser atingido, servindo como sinalização aos entes regulados do que está ocorrendo no cenário internacional, oferecendo-lhes assim a oportunidade para adequação (voluntária) e/ou tomada de conhecimento das matérias que estão no foco do regulador.

aplicação dosada antes de entrar em vigência plena e compulsória.⁵⁰ Podem, ainda, rejeitá-lo, pois ele seria mais condizente de utilização por parte dos fóruns de discussão internacional, e não pelas autoridades reguladoras domésticas. De qualquer sorte, este é mais um tema em que a escolha parece recair exclusivamente em prioridades domésticas.

4.1.9. Tipo de obrigação regulada: conduta x *disclosure*

Outro elemento comum encontrado nas iniciativas foi a grande quantidade de obrigações de conduta, o que não é de surpreender. De fato, este tipo de obrigação esteve presente na grande maioria das iniciativas (89%), independentemente do tópico regulado, o que aponta para uma mensagem inequívoca do regulador quanto ao comportamento esperado dos participantes do mercado ou entidades reguladas.

As obrigações de *disclosure* tiveram uma incidência inferior, mas ainda assim relevante (79% do total das iniciativas). Este tipo de obrigação tende a ser priorizada pelo regulador, na medida em que os investidores dos mercados de capitais tomam muitas de suas decisões, senão todas elas, com base nas informações disponíveis. Nesse sentido, a obrigação de divulgar costuma ser utilizada, sobretudo, nas obrigações impostas às companhias abertas, como é o caso da remuneração de administradores, em que há uma incidência maior de *disclosure* (93%, contra 50% e 67% nos tópicos de vendas de títulos a descoberto e agências de rating, respectivamente).

Quanto aos países, verificou-se que União Europeia e Brasil utilizaram mais o formato de *disclosure* (100% das iniciativas) do que Estados Unidos e Índia (64% e 50%). Novamente, parece confirmar-se que a escolha regulatória denota a mensagem que se quer transmitir aos regulados, e, neste caso específico, decorre de fatores domésticos, mais próximos da autoridade reguladora.

4.1.10. Constatações de caráter mais geral

Nos itens anteriores deste capítulo foram feitas algumas observações exploratórias / sondagens sobre as causas explicativas dos resultados apurados. Neste item são apresentadas

⁵⁰A adoção do formato de diretriz (*guidance*) segue o prenúncio da literatura que evoca o enfraquecimento dos padrões regulatórios, com a edição de regras mais principiológicas – vide item 1.2.2.5.

algumas constatações mais gerais, que têm por fim abrir caminho para o enquadramento das questões de pesquisa deste trabalho.

(i) Houve cooperação regulatória

A primeira constatação é que efetivamente existiu uma cooperação regulatória entre os países. Eles aprovaram iniciativas sobre todos os tópicos pesquisados, o que demonstra que têm seguido as mesmas pautas em sua agenda regulatória.

Além de uma agenda regulatória comum, há dois outros fatores que permitem chegar a essa constatação:

- 1º) a presença de parâmetros mínimos ou elementos comuns identificados nas iniciativas analisadas, e
- 2º) a harmonização de conteúdos levada a cabo com base em recomendações internacionais.

De fato, os levantamentos realizados apontam o alinhamento dos países nos seguintes quesitos:

- o seguimento de audiências públicas para aprovação,
- a adoção mais do formato de *regulation* do que de *guidance*, e
- a aprovação de regras de conduta em determinados tópicos e de regras de *disclosure* em outros.
- a aprovação de padrões mais rígidos de regulação,
- a existência de um ambiente regulatório mais saudável, com iniciativas que apresentaram justificativas como melhoria da regulação, proteção de investidores e melhora da saúde financeira,
- um aumento da previsibilidade das regras, com a minimização de riscos que estaria associada a um vácuo regulatório, e
- a inclusão, nas iniciativas, de uma maior qualidade na supervisão dos participantes de mercado e das operações.

(ii) Como é a cooperação regulatória

A cooperação regulatória verificada nas iniciativas tem características próprias. De um lado, tem-se a existência de recomendações oriundas de fóruns de discussão internacionais, o momento único da crise financeira global, enfim, o cenário externo se fazendo presente. Do outro lado, figuram as prioridades domésticas também buscando interagir com o elemento

internacional, seja mediante a convergência plena com os padrões internacionais ou simplesmente adequando as estruturas e instituições domésticas às mudanças regulatórias possíveis, mais no caminho da compatibilização das regras.

De fato, constatou-se que as iniciativas receberam pressões maiores do elemento externo do que do elemento doméstico, seja nas propostas de regulação ou mesmo nas sugestões colhidas nos processos de consultas ou audiências públicas. Esta constatação parece caminhar junto com o resultado auferido quanto ao grau de harmonização elevado das recomendações internacionais.

Com relação à estrita aderência das iniciativas às recomendações internacionais, pode-se dizer que o grau ou a intensidade de convergência foi variável entre os países. Isto explica outra característica do tipo de cooperação regulatória alcançada. A história e o nível de desenvolvimento ou profundidade dos mercados de capitais levam os países a seguir o modelo das recomendações internacionais ou da regulação norte-americana (um grande mercado, na concepção mencionada por Drezner, 2007), mas com diversas nuances nessa harmonização.

Além disso, alguns países que aprovaram ou já possuíam conteúdos regulatórios diferentes ou não convergentes optaram por editar comunicados explicando em que consistiam as diferenças e como esse eventual desalinhamento não os colocava num ambiente regulatório distinto. De certa forma, fazer o escrutínio das regras e padrões internacionais e divulgar o seu resultado⁵¹ é mostrar a compatibilidade do ambiente regulatório, o que também pode ser entendido como cooperação regulatória, na medida em que os países demonstram interesse em ser associados ao cenário das finanças globalizadas.

(iii) Quais são as causas da cooperação regulatória?

Embora as iniciativas analisadas não se refiram explicitamente ao aumento de fluxos de capitais, os conteúdos aprovados dizem respeito a temas tipicamente ligados ao viés do investidor que tomará decisões quanto ao ambiente regulatório que espera encontrar para seus investimentos. Constatou-se, de maneira geral, a propagação de um ambiente mais saudável, consubstanciado pelos conteúdos comuns encontrados nas iniciativas.

⁵¹Um exemplo de escrutínio realizado que não resultou num regramento específico foi sobre a proibição de operações de vendas a descoberto, a respeito do qual o Brasil editou, após manifestação da IOSCO sobre o tema, um comunicado explicando de que maneira tratava da problemática, sem no entanto alterar sua moldura regulatória. Vide Comunicado da Comissão de Valores Mobiliários brasileira, divulgado em [http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado%20sobre%20venda%20a%20descoberto%20\(IOSCO\)%200210082.asp](http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado%20sobre%20venda%20a%20descoberto%20(IOSCO)%200210082.asp), acesso em 20/08/2013.

Assim, foi possível constatar que a adoção de mesmos padrões de conteúdo, decorreu do atendimento tanto de interesses dos estados (por maiores fluxos de capitais) quanto dos de atores não estatais (por uma regulação alinhada com suas preferências).

Por sua vez, a utilização de parâmetros mínimos ou elementos comuns no formato das iniciativas denota as abordagens teóricas que explicam as causas da cooperação regulatória: influência dos grandes estados, difusão internacional, interesse de atores não estatais, além do seguimento de recomendações e princípios aprovados por fóruns internacionais. Todas essas causas sugerem o elemento de credibilidade ou reputação como norteador das decisões de cooperar.

4.2. DISCUSSÃO

4.2.1. Resposta às questões de pesquisa – relações com as abordagens teóricas

Os resultados e constatações apresentados trazem implicações diretas para as questões de pesquisa, que são respondidas a seguir.

1) Como tem sido a cooperação na regulação do mercado de capitais?

Parece existir uma onda de cooperação que se inicia a partir da formulação das recomendações internacionais. As autoridades reguladoras se agrupam em fóruns de discussão e as recomendações daí provenientes passam pelo escrutínio dos países, muitas vezes por meio dos mesmos reguladores. A partir daí, as regulações domésticas são adaptadas, e a harmonização de conteúdos se torna mais frequente.

O poder dos estados centrais é transmitido de maneira mais eficiente por meio das discussões que ocorrem nesses fóruns internacionais, utilizando-se do mecanismo de coerção. O cumprimento voluntário dos padrões por parte dos reguladores, por sua vez, encontra motivação nos mecanismos de difusão apresentados, especialmente por meio da emulação e da competição regulatória.

Depois da crise financeira global, os países regularam mais. Esta situação de mais regulação e da volta do estado regulador / interventor não vem desacompanhada da preservação dos interesses dos agentes de mercado por um ambiente mais saudável. Assim, não é apenas o interesse dos estados que conta, mas também os argumentos técnicos e políticos trazidos pelos agentes de mercado (atores não estatais), em qualquer caso, demonstrando um alinhamento com o cenário internacional.

Para qualificar os atores não estatais, cite-se o caso dos agentes de mercado (ou dos intermediários) com atuação transnacional. A interpenetração dos mercados faz com que eles tenham presença global e um interesse direto na cooperação regulatória, pois isto representa um maior alinhamento com suas respectivas matrizes, simplifica seu trabalho (dada a previsibilidade das regras e a assimilação do entendimento quanto ao seu conteúdo) e, em última instância, reduz seus custos.

Ademais, as agendas regulatórias dos países ficaram mais próximas, seja no conteúdo quanto na forma das iniciativas editadas. Um aspecto que vem recebendo uma maior ênfase em matéria regulatória é o da supervisão de mercado e de participantes. A cooperação internacional na matéria já se encontra consagrada com base em troca de informações entre autoridades de supervisão, por meio de acordos bilaterais ou multilaterais. Adicionalmente, as autoridades também têm se capacitado com maiores poderes de supervisão e *enforcement*.

Vários países poderiam se fechar em suas iniciativas regulatórias para proteção de seus mercados e participantes. Essa opção levaria a uma pressão ativa dos agentes de mercado no sentido de uma maior mobilidade transnacional de capitais e de serviços financeiros.⁵² O resultado é consistente nesse ponto. O que se acabou por verificar, na realidade, foi a existência de padrões mais uniformes e abertos, na busca de um ambiente regulatório mais saudável, o que denota uma prioridade dada ao viés dos agentes de mercado, que buscam previsibilidade nas regras.⁵³

Tais constatações parecem confirmar a hipótese de que os países têm cooperado, adaptando suas regras domésticas a padrões internacionais, de cuja elaboração eles mesmos participaram, e assim o fazem para gerar credibilidade doméstica e internacional.

2) No exercício da atividade regulatória do mercado de capitais, os países ficaram mais sujeitos a pressões / constrangimentos domésticos ou internacionais?

Na justificativa das iniciativas foi evidente a influência dos fatores internacionais. Mesmo que a realização de audiências públicas tenha permitido a participação ampla dos *constituents* domésticos e a oportunidade de manifestação e atendimento de seus pleitos, muitas dessas solicitações decorreram de argumentos técnicos baseados em padrões e recomendações internacionais.

Por outro lado, nos fóruns de discussão internacional relativos aos tópicos

⁵²Nesse sentido Mügge (2012).

⁵³Confirma-se assim a influência dos atores não estatais transnacionais, tal como preconizado por Underhill (2011). Vide também item 1.2.2.4.

selecionados, não foi possível identificar os países mais ativos, nem as pressões domésticas eventualmente existentes. Porém, o interesse em não destoar do padrão internacional que está se estabelecendo não deixa de ser um interesse doméstico, na medida em que preserva a competitividade do país, mesmo que não gere uma vantagem competitiva.⁵⁴

Assim, pode-se dizer que, no exercício da atividade regulatória, houve certa interação dos elementos domésticos e internacionais. Embora os elementos internacionais tenham prevalecido na edição das iniciativas, é evidente que sua utilização foi feita com o fim de gerar credibilidade para os países, com base no chamado fator reputacional. Sendo este o interesse do regulador doméstico, pode-se afirmar que, embora os mecanismos de pressão internacional tenham um papel relevante, foram as prioridades domésticas que prevaleceram em diversos aspectos.⁵⁵ Esta conclusão segue a mesma linha da hipótese de que os países sofrem mais pressões domésticas na tramitação das iniciativas regulatórias, embora os mecanismos de pressão internacional tenham um papel relevante.

3) Existem parâmetros / elementos comuns nas iniciativas editadas por jurisdições distintas e, em caso afirmativo, de que forma estes refletem uma maior cooperação regulatória?

Nas iniciativas analisadas verificou-se a existência de diversos elementos comuns, todos eles refletindo uma maior cooperação regulatória:

- a) Há uma pressão internacional forte levando à edição de regras em matéria de mercado de capitais. Isto reflete uma maior cooperação regulatória, pois mostra um alinhamento de interesses no sentido de que os tópicos selecionados estiveram na agenda regulatória nas distintas jurisdições.
- b) As inovações de matérias reguladas foram a tônica de grande parte das iniciativas, o que leva a crer que não há espaço para ‘vácuos regulatórios’. Nesse sentido, a maior cooperação regulatória decorre de uma evidente valorização do elemento de previsibilidade do ambiente regulatório, que, em última instância, significa uma minimização de riscos para os agentes de mercado.
- c) A grande maioria das iniciativas traz um padrão ou formato mais rígido que o

⁵⁴Vide Simmons, Dobbin e Garrett (2008) e os mecanismos de difusão internacional já apresentados.

⁵⁵Os itens da análise que enfatizam os aspectos domésticos foram a capacidade de supervisão (item 4.1.3), a realização de consultas públicas e manifestação de *stakeholders* (item 4.1.7), o formato de regulação (item 4.1.8) e o tipo de obrigação regulada (item 4.1.9).

anterior. Os países cooperaram mais, tendo apresentado uma resposta comum a um evento de efeito global, no caso, a crise financeira, que apresentava uma mensagem moralizante que os países, na sua atividade regulatória, queriam transmitir de maneira coordenada.

d) O principal objetivo perseguido foi a melhora na qualidade da regulação. A cooperação regulatória está evidenciada, neste caso, pela valorização do desejo dos agentes de mercado de terem um ambiente regulatório mais saudável, e, ainda, pelo interesse dos países de serem considerados como receptores de investimentos.

e) O tipo de iniciativa mais adotado é o de *regulation*, em oposição ao formato de diretrizes, que dependem da vontade dos agentes não estatais para entrar em vigor. Isto mostra a existência de elementos comuns entre os países, que fizeram a mesma leitura quanto à conveniência do formato regulatório.

f) O conteúdo de regras de conduta e regras de *disclosure* encontra-se equilibrado nas iniciativas, o que denota uma interpretação caso a caso, por parte do regulador, quanto ao conteúdo mais adequado para tópicos específicos.

4) Qual é a principal força motora da cooperação regulatória?

A interpenetração dos mercados levou a um evidente interesse por fluxos de capitais por parte dos estados, que parece ser a principal força motora da cooperação regulatória. Ao mesmo tempo, existe uma relação recíproca entre os fluxos internacionais de capitais e a cooperação regulatória, na medida em que esta última também é condição necessária, importante e impulsiona os fluxos de capitais.

Seguindo esse mesmo raciocínio, os aspectos de melhora da regulação e de previsibilidade das regras podem ser vistos como fatores motivadores da cooperação regulatória. Com mais e melhor regulação, o mundo ficaria sujeito a menos riscos, e este é um estímulo mais do que relevante.

Por fim, a origem da cooperação regulatória demonstra que ela advém de pressões internacionais, pressões domésticas e, em geral, decorre de um movimento de difusão de regras e condutas. Os principais atores que influenciam na cooperação regulatória são os estados, mas também são relevantes os agentes de mercado, atores não estatais. Essa configuração de fatores, influências e prioridades faz com que se considere o elemento de credibilidade/reputação como central e norteador das decisões de cooperar. Nesta esteira, fica também confirmada a hipótese de que a principal força motora da cooperação regulatória são

os fluxos de capitais e o interesse dos países em mostrar um ambiente regulatório alinhado com os padrões internacionais e os grandes mercados (fator reputacional).

Neste capítulo apresentamos as principais constatações oriundas da análise sistêmica das iniciativas regulatórias selecionadas. Dentre elas, a mais importante é que a cooperação regulatória esteve presente nos tópicos e países selecionados. Os países aprovaram iniciativas sobre todos os tópicos pesquisados, adotando parâmetros mínimos e elementos comuns, além de terem buscado dar resposta às recomendações internacionais formuladas.

Embora houvesse diferenças de intensidade nesses parâmetros por razões de natureza técnica e política, houve uma efetiva interação das prioridades domésticas com o elemento internacional. A adequação das estruturas e instituições domésticas reflete um resultado consistente de compatibilização de regras, que pode ser considerado como um caminho sólido de cooperação entre os países na sua atividade regulatória.

As causas explicativas da cooperação advêm de vários dos elementos apresentados nas vertentes da literatura. A difusão internacional, segundo a qual as decisões dos países são tomadas de maneira interdependente, decorreu do momento único pós-crise financeira global, que gerou mais cooperação. O poder dos grandes estados está presente na referência dos conteúdos e formatos das regulações de alguns mercados mais desenvolvidos. Ele ainda está presente, de maneira indireta, nos padrões aprovados pelos fóruns de discussão internacional. Quando os países optam por se inserir no cenário mundial, buscam o recebimento de maiores fluxos, o que também leva a um atendimento às preferências e interesses dos atores não estatais.

A partir da análise apresentada, feita de uma perspectiva multidisciplinar, verificou-se que existem diversas conjugações entre os elementos domésticos e internacionais, inclusive o reputacional, que levam à decisão de cooperar. Como afirmado, pode-se chegar à cooperação regulatória por mais de um caminho ou modalidade, dependendo do ambiente e das instituições pré-existentes.

Esse resultado encontra apoio nas causas e características de todo genéricas constantes do exercício empírico realizado. Por tal motivo, representa uma interpretação explicativa a que se chegou, inspirada por uma racionalidade econômica e política.

Restaria avaliar se, seguindo esses mesmos argumentos, também existe espaço para uma interpretação normativa do tema, o que certamente abre caminho para uma futura agenda de pesquisa.

O próximo capítulo é reservado às conclusões do trabalho.

CAPÍTULO 5 – CONCLUSÕES

5.1. SÍNTESE DAS CONCLUSÕES E ARGUMENTOS MAIS RELEVANTES

O trabalho propôs a identificação de padrões, modalidades ou variações de cooperação regulatória no mercado de capitais, procurando discutir o papel da cooperação no cenário internacional a partir de uma perspectiva de economia política internacional. Essa discussão foi travada a partir da análise da interação de fatores domésticos e internacionais e da sua implicação em termos de resultados políticos e econômicos.

Pela apresentação do contexto histórico, verificou-se existirem duas premissas que são levadas em conta pelos países quando do exercício da atividade regulatória. A primeira é a previsibilidade das regras, que tem por fim elidir o chamado risco legal, e a segunda é a competição regulatória, que eventualmente enseja os conhecidos encargos legais ou regulatórios. Adicionalmente, é também importante compreender em que sentido balança o pêndulo da regulação, oscilando entre o estímulo ao aumento de fluxos de capitais e a busca por uma boa regulação, parâmetros que, embora possam parecer antagônicos entre si, na prática se complementam.

Como numa trama, o trabalho buscou elementos presentes em iniciativas regulatórias editadas entre os anos de 2007 e 2011, e juntou-os num processo indutivo, para, enfim, categorizá-los como interpretações explicativas da cooperação regulatória entre os países. A partir dessa categorização, o resultado alcançado foi que a cooperação efetivamente se impôs, por meio de diferentes modalidades, mas sempre com seu propósito único.

Uma contribuição importante foi a discussão sobre as implicações teóricas dos resultados. Demonstrou-se que muitas iniciativas adotadas apresentam elementos comuns entre si, o que traz importantes perspectivas conceituais para as abordagens explicativas da decisão de cooperar.

De fato, o reconhecimento de elementos comuns entre as iniciativas permite a identificação do enfoque da difusão internacional, em seus diversos mecanismos, e, ainda, do papel central dos grandes estados. Os resultados da análise, que confirmam uma movimentação em direção às recomendações internacionais, demonstram a importância relegada aos fóruns de discussão internacional e como os seus preceitos servem de forte fonte de inspiração para os ambientes domésticos. Por outro lado, os parâmetros levados em conta pelos reguladores prestigiaram suas preferências pelos fluxos de capitais, o que os aproxima dos interesses dos atores privados transnacionais.

De uma maneira geral, verificou-se que os elementos comuns formativos das decisões de cooperar atendem em grande medida a uma racionalidade econômica, vislumbrada no desejo dos países de receberem credibilidade internacional e, com isso, serem associados a uma imagem de receptores de fluxos de capitais ou de investimento. Mas, ao mesmo tempo, também inferem uma racionalidade política, em que os países buscam se encontrar e participar do cenário das finanças globalizadas, com o fim de manterem seus interesses no campo de jogo e, bem assim, as preferências de seus agentes econômicos domésticos.

Tal lógica não parece ser afrontada pelas alegadas formas mais fracas de cooperação, como o estabelecimento de padrões baseados em princípios ou o compartilhamento de informações. Isso porque, em grande medida, o fator reputacional também se encontra presente nessas modalidades e muitas vezes representa um estágio de aprendizagem e assimilação para uma futura transposição de regras aos ambientes e estruturas institucionais de cada país.

5.2. CONTRIBUIÇÕES E AGENDA PARA FUTURAS PESQUISAS

Este estudo contribuiu integrando literaturas distintas e avaliando os caminhos da cooperação na regulação dos mercados de capitais. Ele pretende ser um ponto de partida ao aproximar fatores, interesses, políticas e dinâmicas domésticos desses mesmos elementos no campo internacional.

As conclusões alcançadas com base na análise das iniciativas mostraram os fundamentos e alicerces envolvidos quando se trata de cooperar no ambiente regulatório dos mercados de capitais. Os problemas enfrentados na internalização dos padrões internacionais, como já afirmado, encontram-se no contexto histórico e estratégico de cada país, em função dos matizes de suas estruturas e instituições. Mesmo assim, a análise dos elementos causais permitiram confirmar as hipóteses do trabalho, as quais representam uma interpretação explicativa inspirada por uma racionalidade econômica e política.

Restaria avaliar se, seguindo essa mesma fundamentação, também existe espaço para uma interpretação normativa do tema, o que certamente abre caminho para uma futura agenda de pesquisa. Nessa perspectiva normativa, valeria analisar com maior profundidade o debate internacional por meio do qual são formuladas as recomendações internacionais, seja no contexto de como os países participam e são representados, dos interesses preservados ou objetivos perseguidos, da influência dos mercados maiores e, ainda, de como deveria ser o

equilíbrio de poder entre os estados e o mercado.

Num trabalho a ser desenvolvido sob essa lente, há diversos pontos que merecem uma melhor reflexão. Como a cooperação regulatória deveria ser pensada sob a ótica do futuro das finanças globalizadas? Para os países que queiram permanecer na rota de recepção de investimentos, é possível adotar outro caminho regulatório que não seja o da cooperação?

Parece inequívoco que a trajetória futura da cooperação regulatória dependerá de como se desenvolverão os arranjos no ambiente de formulação de recomendações. O teor de quais serão os alicerces e como será interpretada a cooperação devem continuar a ser debatidos pela literatura e pelos reguladores e formuladores de políticas públicas. Entretanto, um consenso parece existir entre os participantes desse debate: a crise financeira global reforçou a necessidade de manter as premissas da boa regulação e de minimização de riscos, que eventualmente podem ou não estar associadas à conduta cooperativa. Uma futura agenda de pesquisa também passa por saber se esse caminho veio para ficar, ou, numa maior escala, se a cooperação regulatória está necessariamente associada aos ciclos econômicos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDELAL, R. Writing the Rules of Global Finance: France, Europe and Capital Liberalization, **Review of International Political Economy**, v. 13, n.1, p. 1-27, 2006.

ABDELAL, R. **Capital Rules: Institutions and the International Monetary System**. Cambridge: Harvard University Press, 2005.

KERN, A.; DHUMALE, R.; EATWELL, J. **Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo: Thomson Learning, 2002.

BAKER, A.; HUDSON, D.; WOODWARD, R. Financial Globalization, Multi-level Governance and IPE. In: BAKER, A.; HUDSON, D.; WOODWARD, R. (Eds.). **Governing Financial Globalization: International Political Economy and Multi-level Governance**. London: Routledge, 2005. P. 213-222.

BACH, D. Varieties of cooperation: the domestic institutional roots of global governance. **Review of International Studies**, V. 36, p. 561-589, 2010.

BALDWIN, R.; CAVE, M.; LODGE, M. **Understanding regulation: theory, strategy and practice**. Oxford: Oxford University Press, 2012.

BEACH, D.; PEDERSEN, R. **Process-tracing methods: foundations and guidelines**. Ann Arbor: The University of Michigan Press, 2013.

BRUMMER, C. **Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

BÜTHE, T.; MATTLI, W. **The New Global Rulers: the privatization of regulation in the world economy**. Princeton: Princeton University Press, 2011.

BÜTHE, T. Private Regulation in the Global Economy: A (P) **Business and Politics**, V. 12, n. 3, p. 1-38, 2010.

CAROTHERS, T. The Rule of Law Revival. **Foreign Affairs**, v. 77, no. 2, p. 95-106, 1998.

CERNY, P. Multi-Nodal Politics: Globalization is What Actors Make of It. **Review of International Studies**, v. 35, p. 421-449, 2009.

_____. Webs of Governance and the Privatization of Transnational Regulation. In: David M. ANDREWS, D. M.; C. Randall HENNING, C. R.; PAULY, L. W. (Eds.) **Governing the World's Money**. Ithaca: Cornell University Press, 2002. P. 194-215

_____. The dynamics of financial globalization: Technology, market structure, and policy response. **Policy Sciences**, v. 27, p. 319-342, 1994.

CLAES, D. H.; KNUTSEN, C. H. (Eds.). **Governing the Global Economy: politics, institutions and economic development**. London and New York: Routledge / Warwick Studies in Globalisation, 2011.

CLAESSENS, S.; UNDERHILL, G.; ZHANG, X. The Political Economy of Basel II: The Costs for Poor Countries. **The World Economy**, p. 313-345, 2008.

COASE, R. The Problem of Social Cost. **Journal of Law & Economics**, v. 3, p.1-44, 1960.

COHEN, B. J. **The Future of Global Currency: the euro versus the dollar**. London and New York: Routledge, 2011.

_____. The international monetary system: diffusion and ambiguity. **International Affairs**, v 84, n.3, p. 455-470, 2008.

DAVIES, H. **The Financial Crisis: who is to blame?** Cambridge: Polity Press, 2010.

DAVIES, H.; GREEN, D. **Global Financial Regulation: the essential guide**. Cambridge: Polity Press, 2008.

DREZNER, D. W. **All Politics is Global: explaining international regulatory regimes**. Princeton and Oxford: Princeton University Press, 2007.

DREZNER, D. W. Globalization, harmonization, and competition: the different pathways to policy convergence. **Journal of European Public Policy**, v. 12, n. 5, p. 841-859, 2005.

EATWELL, J. The Future of International Financial Regulation. In: BURKE, S. (Ed.). **Re-Defining the Global Economy**. New York: Friedrich Ebert Stiftung Occasional Paper No. 42, 2009. P. 37-43.

_____; TAYLOR, L. **Global finance at risk: the case for international regulation**. New York: The New Press, 2000.

EICHENGREEN, B. Not a New Bretton Woods but a New Bretton Woods process. In: **What G20 leaders must do to our economy and fix the financial system**. VoxEU.org publication, 2008. Disponível em: http://www.voxeu.org/reports/G20_Summit.pdf. Acesso em: 20 Ago 2013.

ECHEVERRI-GENT, J. Politics of Market Micro-Structure: Towards a New Political Economy of India's Equity Market Reform. In: MUKHERJI, R. (ed.). **India's Economic Transition: The Politics of Reform**, 328-358. Oxford: Oxford University Press, 2007.

FERRAN, E.; GOODHART, C. A. E. **Regulating Financial Services and Markets in the 21st Century**. Oxford and Portland: Hart Publishing Co., 2001.

FRIEDEN, J.; MARTIN, L. L. International Political Economy: Global and Domestic Interactions. In: KATZNELSON, I.; MILNER, H. V.(Eds.) **Political Science: The State of the Discipline**. New York: W.W. Norton, 2003.

GAMBIAGI, F.; GARCIA, M. (ed.). **Risco e regulação: porque o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

GARCIA, M. **O sistema financeiro e a economia brasileira durante a grande crise de 2008**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

GERMAIN, R. **Global Politics & Financial Governance**. Hampshire and New York: Palgrave Macmillan, 2010.

_____. Global Financial Governance and the Problem of Inclusion. **Global Governance**, v. 7, p. 411-426, 2001.

Gilpin, R. **Global Political Economy: understanding the international economic order**. Princeton: Princeton University Press, 2001.

GOODHART, C. How should we regulate bank capital and financial products? What role for living wills? In: Turner, A. and others (Orgs.). **The Future of Finance: The LSE Report**. London School of Economics and Political Science, 2010.

GRAJZL, P.; MURRELL, P. Allocating Lawmaking Powers: Self-Regulation vs. Government Regulation. **Journal of Comparative Economics**, v. 35, n. 3, Sept. 2007.

HAIL, L.; LEUZ, C. **International differences in cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?** Working Paper, University of Pennsylvania and University of Zurich, 2003.

HELLEINER, E. Reining in the Market: Global Governance and the regulation of OTD derivatives. In: Dag H. CLAES, D. H.; KNUTSEN, C. H. (Eds.). **Governing the Global Financial Integration**. London: Routledge, 2011.

_____; PAGLIARI, S. The End of an Era of International Financial Regulation? A Postcrisis Research Agenda. **International Organization**, v. 65, p.169-200, Winter 2011.

_____; _____; ZIMMERMAN, H (Eds.). **Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change**. London: Routledge, 2010.

HELLEINER, E.; PORTER, T. Making Transnational Networks More Accountable. In: Sara BURKE, S. (Ed.). **Re-Defining the Global Economy**. New York: Friedrich Ebert Stiftung Occasional Paper No. 42, 2009. P.14-24. Disponível em: <http://library.fes.de/pdf-files/iez/global/06293.pdf>. Acesso em: 20 Ago 2013.

HORNBECK, J. F. **Financial regulation and oversight: Latin American financial crisis and reform: lessons from Chile**. [s.l.]: [s.n.], 2009. (CRS Report for Congress, R40751). Disponível em: http://assets.opencrs.com/rpts/R40751_20090811.pdf. Acesso em: 20 Ago 2013.

HURRELL, A. **On Global Order – Power, Values, and the Constitution of International Society**. Oxford: Oxford University Press, 2007.

KELLY, C.; KARMEL, R. S. The hardening of soft law in securities regulation. **Brooklyn Journal of International Law**, v. 34, 2009. (Brooklyn Law School. Legal Studies Paper n. 141). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1371188>. Acesso em: 20 Ago 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFLER, A. What Works in Securities Laws? **The Journal of Finance**, v. LXI, n 1, 2007.

LASTRA, R. M. **Banco central e regulamentação bancária**. Del Rey: BELO Horizonte, 2000.

LEVY, D.; EGAN, D. Corporate Political Action in the Global Polity. In: HIGGOT, R.; UNDERHILL, G. (Eds.) **Non-State Actors in the Global System**. London and New York: Routledge, 2000. P. 138-153.

LICHT, A. N. Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets. **Virginia Journal of International Law**, v. 38, n. 563, 2001.

LLEWELLYN, D. **The Economic Rationale for Financial Regulation**. Financial Services Authority, London, 1999. (Occasional Paper Series n. 1.). Disponível em <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/OP01.pdf>. Acesso em: 20 Ago 2013.

LÓPEZ DE SILANES, F. The Politics of Legal Reform. **Economia**, v. 2, n.2 , 2002, p. 91-152. Disponível em: http://works.bepress.com/florencio_lopez_de_silanes/11. Acesso em: 20 Ago 2013.

LOYO, E.; AZEVEDO, R. Perspectivas sobre a Regulação Financeira no Brasil diante de Programas de Reforma em Economias Avançadas. In: Carneiro, D.; DE BOLLE, M. **A Reforma do Sistema Financeiro Americano: Nova Arquitetura Financeira Internacional e o Contexto Regulatório Brasileiro**. Rio de Janeiro: LTC, 2010.

LÜTZ, Susanne, **The Revival of the Nation-State? Stock Exchange Regulation in an Era of Internationalized Financial Markets**, Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung Discussion Paper 96/9, December 1996.

MATTLI, W.; WOODS, N. **The Politics of Global Regulation**. Princeton: Princeton University Press, 2009.

MILHAUPT, C.; PISTOR, K.. **Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal about Legal Systems and Economic Development around the World**. Chicago: University of Chicago Press, 2008.

MILNER, Helen V. **Interests, Institutions, and Information: Domestic Politics and International Relations**. Princeton: Princeton University Press, 1997.

MONTGOMERIE, J. Bridging the Critical Divide: Global Finance, Financialisation and Contemporary Capitalism. **Contemporary Politics**, v. 14, n. 3, p. 233-252, 2008.

MOSLEY, L. **Private Governance for the Public Good? Exploring private sector participation in global financial regulation**. 2005. Disponível em http://www.princeton.edu/~hmlner/Conference_files/KEOHANE/mosley.pdf. Acesso em: 20 Ago 2013.

_____ ; SINGER, D. A. The Global Financial Crisis: Lessons and Opportunities for International Political Economy. **International Interactions: Empirical and Theoretical Research in International Relations**, v. 35, n.4, 2009, p. 420-429.

MÜGGE, D. **Financial regulation in the European Union: A research agenda**. Center for European Studies Papers – Open Forum # 10, 2012. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=2034916>. Acesso em: 20 Ago 2013.

_____. **Widen the market, narrow the competition: banker interests and the making of a European capital market**. Essex: ECPR Press, 2010.

ORGANISATION for Economic Co-operation and Development (OECD). **Guiding Principles for Regulatory Quality and Performance**. 2005.

PATNAIK, I.; SHAH, A. **Reforming the Indian financial system**. NIPFP-DEA National Institute of Public Finance and Policy. New Delhi, Working Paper 2011-80. Disponível em http://www.nipfp.org.in/newweb/sites/default/files/wp_2011_80.pdf. Acesso em: 20 Ago 2013.

PELTZMAN, S. Toward a More General Theory of Regulation. **Journal of Law and Economics**, 1976, p. 211-240.

PHILLIPS, N.; WEAVER, C. E. (Eds.). **International Political Economy: debating the past, present and future**. London and New York: Routledge, 2011.

PISTOR, K. **Host's Dilemma: Rethinking EU Banking Regulation in Light of the Global Crisis**. ECGI Finance Working Paper 286/2010 June 2010.

PORTER, T. **Globalization and Finance**. Cambridge, Mass.: Polity, 2005.

POSNER, E. Making Rules for Global Finance: Transatlantic Regulatory Cooperation at the Turn of the Millenium. **International Organization**, v. 63, n. 4, 2009, p. 665-699.

_____. **The Origins of Europe's New Stock Markets**. Cambridge and London: Harvard University Press, 2009.

POSNER, R. A. Theories of Economic Regulation. **Bell Journal of Economics**, Autumn 1974, p. 335-358.

PUTNAM, R. D. 1988. Diplomacia e Política Doméstica: a lógica dos jogos de dois níveis. Versão traduzida in Revista de Sociologia Política, Curitiba, v. 18, n. 36, p. 147-174, jun. 2010, disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rsocp/v18n36/10.pdf>.

RAJAN, R. G.. **Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy**. Princeton: Princeton University Press, 2010.

RODRIK, D. **The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy**. New York and London: W.W. Norton & Company, Inc, 2011.

SALAMA, B. M. De onde viemos? Inovação e resposta regulatória na indústria bancária no pré-crise. **Revista DIREITO GV**, n.10, 2010, p. 325-342.

SARTORI, G.. The Tower of Babel. In: COLLIER, D.; GERRING, J. **Concepts and Method in Social Science: the tradition of Giovanni Sartori**. New York and London: Routledge, 2009

SIMMONS, B. The International Politics of Harmonization: The case of Capital Market Regulation. **International Organization**, v. 55, 2001, p. 589-620.

_____; DOBBIN, F.; GARRETT, G. (Eds.). **The global diffusion of markets and democracy**. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

SINGER, D. A. **Regulating Capital: Setting Standards for the International Financial System**. Ithaca: Cornell University Press, 2007.

SLAUGHTER, A. M. **A New World Order**. Princeton: Princeton University Press, 2004.

STIGLER, George. Public Regulation of the Securities Markets. **The Journal of Business**, v. 37, n. 2, 1964, p. 117-142.

_____. The Theory of Economic Regulation. **Bell Journal of Economic and Management Science**, v. 2, n. 1, 1971, p. 3-21.

STIGLITZ, J. Government failure vs. Market failure: Principles of regulations.” 2010. In Balleisen, Edward J. e David A. Moss (ed.). **Government and Markets: toward a new theory of regulation**. Cambridge University Press, pp. 13-51, 2010.

STIGLITZ, J. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. **World Development**, v. 28, n. 6, 2000, p. 1075-1086.

TANZI, V. **Government versus Markets: The Changing Economic Role of the State**. New York: Cambridge University Press, 2011.

TORRE, A. De La; IZE, A. Finance in crisis: Causes, Lessons, consequences, and an Application to Latin America. In: CANUTO, O.; GIUGALE, M. (Orgs.). **The day after tomorrow: a handbook on the future of economic policy in the developing world**. Washington, D.C.: The World Bank 2010.

TSINGOU, E. Transnational private governance and the Basel process: banking regulation and supervision, private interests and Basel II. In: GRAZ, J. C.; NÖLKE, A. (Eds.). **Transnational Private Governance and its Limits**. London: Routledge and ECPR, 2010. P. 58-68.

UNDERHILL, G.; BLOM, J.; MÜGGE, D. (Ed.). **Global Financial Integration Thirty Years On: From Reform to Crisis**. Cambridge University Press. 2010

UNDERHILL, G.; ZHANG, X Setting the rules: private power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance. **International Affairs**, v. 84, n. 3, 2008, p. 535-554.

UNDERHILL, G.; ZHANG, X. **Norms, Legitimacy, and Global Financial Governance**. World Economy and Finance Research Program. Working Paper Series No. 13, September 2006.

WATSON, M. **The Political Economy of International Capital Mobility**. New York: Palgrave, 2007.

WILLIAMSON, O. E. Why Law, Economics, and Organization? **Annual Review of Law and Social Science**, v. 1, 2005, p. 369-396.

WORLD BANK. **Doing Business: understanding Regulation**. Washington, DC: World Bank, 2004.

ZINGALES, L. The Future of Securities Regulation. **Journal of Accounting Research**, v. 47, n. 2, May 2009, p. 391-426.

ANEXOS

ANEXO 1 – MODELO DE QUESTIONÁRIO APLICADO ÀS INICIATIVAS REGULATÓRIAS

Perspectiva 1: melhora na qualidade da regulação	Valores / Classificação: Sim=1; Não=0
Quesito 1: Objetivo declarado na regra	
A iniciativa tem como principal justificativa a melhora na qualidade da regulação?	
O objetivo constante da iniciativa (ou de maneira implícita) foi proteger o investidor (ex. Prestação de informações, equidade nas operações, ordenamento de preços)?	
O objetivo da iniciativa foi minimizar riscos de participantes ou garantir a estabilidade sistêmica para evitar riscos?	
A iniciativa apresenta justificativas com relação à manutenção da saúde financeira das empresas / instituições reguladas?	
Quesito 2: Padrão mais rígido	
Essa matéria já era regulada domesticamente antes da iniciativa?	
Se a matéria já era regulada, a iniciativa busca alterar / revogar regras existentes?	
A regra atual é mais rígida do que a anterior? Ou, caso inexistisse regra anterior, a iniciativa traz um padrão regulatório mais rígido?	
Perspectiva 2: pressões internacionais ou domésticas	
A justificativa da iniciativa / demanda de regulação menciona uma recomendação / organismo internacional? Ou o cenário internacional? Ou a regra de outro país?	
A origem da iniciativa / demanda de regulação foi de uma instituição/outra regra doméstica?	
Perspectiva3: harmonização de regras	
A iniciativa é posterior à recomendação internacional que trata sobre a mesma matéria?	
A iniciativa está harmonizada em algum aspecto (total ou parcialmente) com a recomendação internacional sobre a matéria?	

ANEXO 1 – cont.

Perspectiva 4: Alvo da regulação	
O objetivo da iniciativa foi regular participantes de mercado / emissores / investidores?	
O objetivo da iniciativa foi regular operações realizadas ou situações ocorridas no mercado doméstico?	
A iniciativa apresenta regras sobre supervisão do mercado / dos participantes?	
Perspectiva 5: tramitação da iniciativa no âmbito doméstico	
A iniciativa passou por tramitação em Comissões do parlamento antes de sua aprovação? Ou passou por audiência pública / privada ou processos de consulta, em caso de regras de agências reguladoras?	
Houve alteração do conteúdo da iniciativa no curso de sua tramitação?	
A razão / justificativa da iniciativa é divulgada?	
Perspectiva 6: Tipo de iniciativa	
A iniciativa representa uma regra / norma (ou proposta de regra / norma) de aplicação cogente (<i>regulation</i>)?	
A iniciativa tem caráter de recomendação / diretriz dirigidas aos participantes (<i>guidance</i>)?	
Perspectiva 7: Conteúdo da iniciativa	
As regras trazem obrigações de divulgação (<i>disclosure</i>)?	
As regras trazem obrigações de conduta?	

ANEXO 2 – LISTA DE INICIATIVAS REGULATÓRIAS: REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES

País	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos
Nome da Iniciativa	Final Rule Proxy Disclosure Enhancements	Guidance on Sound Incentive Compensation Policies	‘Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	SEC Final Rule on Say-on-Pay and Golden-Parachute compensation	Proposed Rules on Disclosure of Incentive-Based Compensation arrangements at Financial Institutions
Data da Iniciativa	16/12/2009	25/06/2010	05/01/2010	25/01/2011	02/03/2011
Resumo do conteúdo	Impõe regras de divulgação de informações a serem utilizadas para votação em assembleias	Orientações para garantir que acordos de incentivos via remuneração em instituições bancárias não ensejem riscos excessivos	Impõe exigências para as companhias e instituições financeiras sobre a remuneração dos administradores	Implementa regra da Dodd Frank sobre <i>say-on-pay</i> (voto em assembleia de acionistas sobre remuneração) e obriga a divulgação sobre remunerações em caso de término do vínculo por operações como fusões e aquisições (<i>Golden parachute</i>)	Propõe regras para exigir, de instituições financeiras (corretoras e consultores de investimentos), informações sobre remunerações baseadas em risco
Órgão emissor / regulador	SEC – Comissão de Valores	4 agências federais americanas responsáveis pela supervisão das instituições financeiras e de seguros: OCC, FED, FDIC e OTS.	Congresso	SEC	SEC

ANEXO 2 – cont.

País	União Europeia	União Europeia	União Europeia	União Europeia	União Europeia
Nome da Iniciativa	Commission Recommendation as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies	Commission Recommendation on remuneration policies in the financial services sector	Directive 2010/76/EU	Guidelines on Remuneration and policies – CESB	Consultation Papers 46 and 47
Data da Iniciativa	30/04/2009	30/04/2009	24/11/2010	10/12/2010	28/07/2011
Resumo do conteúdo	Formula recomendações para o regime de remuneração de empresas listadas	Formula recomendações sobre políticas de remuneração de administradores no setor financeiro	Determina práticas saudáveis para remuneração e governança corporativa de instituições financeiras	Estabelece diretrizes sobre remuneração para instituições financeiras e seus supervisores/reguladores	Estabelece formatos de divulgação de informações por parte de instituições financeiras, a serem exigidas pelos supervisores bancários
Órgão emissor / regulador	Comissão Europeia	Comissão Europeia	Parlamento Europeu e Conselho Europeu	CEBS (antecessor da EBA, supervisor de Bancos europeus)	EBA – <i>European Banking Authority</i>

ANEXO 2 – cont.

País	Brasil	Brasil	Índia	Índia
Nome da Iniciativa	Instrução CVM n. 480	Resolução CMN 3921	Corporate Governance Voluntary Guidelines	Guidelines on Compensation
Data da Iniciativa	09/12/2009	25/11/2010	01/12/2009	01/07/2010
Resumo do conteúdo	Estabelece novas regras sobre remuneração de administradores de companhias listadas	Dispõe sobre a política de remuneração de administradores das instituições financeiras	Fixa recomendações sobre remuneração para adoção por companhias indianas	Audiência pública com Diretrizes sobre remuneração de administradores
Órgão emissor / regulador	CVM - Comissão de Valores Mobiliários	BCB - Banco Central	<i>Ministry of Corporate Affairs</i> - Ministério de Assuntos corporativos	RBI - Banco Central da Índia

ANEXO 3 – LISTA DE INICIATIVAS REGULATÓRIAS: OPERAÇÕES DE VENDAS A DESCOBERTO (*‘SHORT SELLING’*)

País	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos
Nome da Iniciativa	Amendments to Regulation SHO 17 CFR PARTS 241 AND 242	Naked short selling antifraud rule 17 CFR PART 240	Amendments to SHO Regulation - 17 CFR PARTS 200 and 242	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	Amendments to Regulation SHO 17CFR Part 242
Data da Iniciativa	14/10/2008	14/10/2008	27/07/2009	05/01/2010	26/02/2010
Resumo do conteúdo	Elimina a possibilidade excepcional de utilizar <i>market maker</i> de opções em caso de falhas na entrega de ativos	Enfrenta questões de falhas na entrega em decorrência de vendas a descoberto sem garantia (<i>naked short selling</i>)	Impõe requisitos para liquidação de vendas a descoberto (close-out requirements) e elimina incentivos para realização de operações de <i>naked short selling</i>	Impõe exigências para as companhias e instituições financeiras buscando evitar práticas abusivas no mercado financeiro	Impõe <i>circuit breaker</i> (parada de negócios) e uma restrição para vendas a descoberto em função de pressões de preço – quando houver queda de 10%
Órgão emissor / regulador	SEC - Comissão de Valores norte-americana	SEC	SEC	Congresso	SEC

ANEXO 3 – cont.

País	União Europeia	Brasil	Índia
Nome da Iniciativa	Proposal for a Regulation and Regulation on Short Selling	Comunicado CVM sobre operações de vendas a descoberto (<i>short selling</i>)	Circular SEBI permitting Short selling by institutional investors
Data da Iniciativa	15/09/2010 e 14/03/2012 (data da publicação do Regulamento)	30/06/2008	20/12/2007
Resumo do conteúdo	Regula/restringe / proíbe operações de vendas a descoberto e alguns aspectos de CDS – <i>Credit Default Swap</i>	Descreve as condições das operações de <i>short selling</i> no mercado de ações no Brasil	Permite operações de <i>short selling</i> por investidores institucionais
Órgão emissor / regulador	Comissão Europeia	CVM - Comissão de Valores Mobiliários	SEBI - Comissão de Valores da Índia

ANEXO 4 – LISTA DE INICIATIVAS REGULATÓRIAS: AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO (CRA – CREDIT RATING AGENCIES)

País	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos	Estados Unidos
Nome da Iniciativa	Amendments to rules for NRSRO - 17 CFR Parts 240 and 249b	Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	17 CFR Parts 229, 232, 240 and 249 - Final Rule	17 CFR Parts 232, 240, 249 and 249b - Proposed rules
Data da Iniciativa	02/02/2009	05/01/2010	20/01/2011	18/05/2011
Resumo do conteúdo	Aumenta as regras de transparência, de metodologia, performance, proíbe conflito de interesses e melhora registros e relatórios de agências de rating (NRSRO – <i>Nationally Recognized Statistical Rating Organizations</i>)	Criação de requisitos para as agências de rating, para o exercício da atividade, e para a supervisão da atividade	Obriga as NRSRO a divulgar declarações e garantias relativas a transações com ABS - asset backed securities	Propõe regras para aprimorar as regras em vigor que regem as classificações de crédito e as NRSRO
Órgão emissor / regulador	SEC - Comissão de Valores norte-americana	Congresso	SEC	SEC

ANEXO 4 – cont.

País	União Europeia	União Europeia	União Europeia	Brasil
Nome da Iniciativa	Regulation 1060/2009	Regulation 513	Proposal for a regulation and Directive on CRA – <i>Credit Rating Agencies</i>	Edital de audiência pública SDM 16/11
Data da Iniciativa	16/09/2009	11/05/2011	15/11/2011	22/12/2011
Resumo do conteúdo	Regula a atividade de CRA	Transferência da atividade de registro e supervisão das CRA para a ESMA (<i>European Securities Markets Authority - Autoridade supervisora do mercado de capitais europeu</i>)	Proposta de mudança da regulação sobre CRA	Regula a atividade de classificação de risco de crédito no Brasil
Órgão emissor / regulador	Parlamento Europeu e Conselho Europeu	Parlamento Europeu e Conselho Europeu	Parlamento Europeu e Conselho Europeu	CVM - Comissão de Valores Mobiliários

ANEXO 4 – cont.

País	Índia	Índia	Índia	Índia
Nome da Iniciativa	SEBI (Intermediaries) Regulations 2008	Report of the Committee on comprehensive regulation for CRA – Credit Rating Agencies	CRA (Amendment) Regulations	Guidelines for CRA
Data da Iniciativa	26/05/2008	21/12/2009	19/03/2010	03/05/2010
Resumo do conteúdo	Alteração do regulamento da SEBI sobre CRA, determinando critérios comuns para registro de CRA e regras de responsabilidade para atos de descumprimento por parte das CRA	Revisa o papel das CRA na Índia e formula recomendações de regulação	Regras para aprovação prévia pela SEBI de alterações societárias nas CRA	Prescreve regras de transparência no processo de rating, regras de conflito de interesses das CRA, de conduta na prestação de seu serviço e divulgações mínimas por parte das CRAs, incluindo o seu status de cumprimento ao código de conduta da IOSCO
Órgão emissor / regulador	SEBI - Comissão de Valores da Índia	RBI - Banco Central da Índia	SEBI	SEBI

ANEXO 4 – cont.

País	Índia	Índia	Índia
Nome da Iniciativa	SEBI (Change in Conditions of Registration of Certain Intermediaries) (Amendment) Regulations 2011	CRA (Amendment) Regulations	CRA (Amendment) Regulations
Data da Iniciativa	13/04/2011	05/07/2011	27/12/2011
Resumo do conteúdo	Altera as regras para CRA: dispensa a aprovação prévia da SEBI no caso de constituição e mudança no status de CRA, e mantém a aprovação prévia em caso de mudança de controle, com nova definição do que significa esta expressão.	Regras para CRA: processo para obtenção de certificado de registro de CRA	Regras para CRA: necessidade de concordância dos clientes para obtenção de rating de títulos de dívida
Órgão emissor / regulador	SEBI - Comissão de Valores da Índia	SEBI	SEBI

ANEXO 5 – LISTA DE RECOMENDAÇÕES INTERNACIONAIS

Tópico regulado	Remuneração de administradores	Remuneração de administradores	Remuneração de administradores	Remuneração de administradores
Título da recomendação	Report on Enhancing Market and Institutional Resilience	FSF Principles for Sound Compensation Practices	FSB Principles for Sound Compensation Practices - Implementation Standards	Principles for periodic disclosure by listed entities - Final report
Data	07/04/2008	02/04/2009	25/09/2009	01/02/2010
Resumo do conteúdo	Relatório do FSF que recomenda a todos os reguladores se articulem com os participantes de mercado para mitigar riscos decorrentes de políticas de remuneração	Princípios para práticas remuneratórias sólidas	Estabelece forma de implementação dos Princípios para práticas de fixação e divulgação da remuneração de administradores de instituições financeiras	O comitê técnico da IOSCO aprova orientações gerais para a divulgação das práticas de remuneração das empresas listadas em bolsa
Instituição emissora da recomendação	FSF - <i>Financial Stability Forum</i>	FSF	FSB - <i>Financial Stability Board</i>	IOSCO - <i>International Organization of Securities Commissions (Technical Committee)</i>

ANEXO 5 – cont.

Tópico regulado	Agências de rating	Agências de rating	Agências de rating	Operações de venda de títulos a descoberto (<i>short selling</i>)	Operações de venda de títulos a descoberto (<i>short selling</i>)
Título da recomendação	Amendment to Code of Conduct for CRA – Credit Rating Agencies	Update on CRA oversight	Principles for reducing reliance on CRA ratings	List of Technical Committee Initiatives on short selling	Final report on regulation of short selling
Data	28/05/2008	12/03/2009	27/10/2010	02/10/2008	19/06/2009
Resumo do conteúdo	Altera o modelo de Código de conduta a ser adotado por agências classificadoras de riscos (CRAs)	Traz os resultados do trabalho de implementação do Código de conduta para CRAs	Apresenta recomendações para reguladores modificarem seu arcabouço jurídico para reduzir ou eliminar a superconfiança em ratings.	Lista iniciativas que vem sendo adotadas pelos membros do comitê técnico da IOSCO sobre short selling	Formula recomendações sobre short selling
Instituição emissora da recomendação	IOSCO – <i>International Organization of Securities Commissions</i>	IOSCO	IOSCO	IOSCO	IOSCO