

**FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO**

**FACULDADE DE ECONOMIA**

**A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO  
E A EXPERIÊNCIA NACIONAL FRENTE À CRISE SUBPRIME**

**BRUNA RODRIGUES GAMBOA**

Monografia de Conclusão do Curso apresentada à Faculdade de Economia para obtenção do título de graduação em Ciências Econômicas, sob a orientação da Prof. Dra. Lucy Aparecida de Sousa.

São Paulo, 2010

GAMBOA, Bruna Rodrigues. **A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E A EXPERIÊNCIA NACIONAL FRENTE À CRISE SUBPRIME**, São Paulo, FAAP, 2010, 40pg.

(Monografia Apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Economia da Fundação Armando Álvares Penteado)

Palavras-Chave: mercado de capitais brasileiro – autorregulação, crise econômica – ausência de regulação, entidades autorreguladoras – iniciativas.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente à minha orientadora, a Prof. Dra. Lucy Aparecida de Sousa, que com a sua experiência e empenho tornou possível a conclusão deste trabalho, uma mulher admirável, em quem eu me espelho.

A todos os professores do curso e aos meus colegas e amigos da FAAP, que diariamente contribuíram para o meu aprendizado e para minha formação não só acadêmica como pessoal.

À ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, empresa em que eu trabalhei por três anos, inspiração para a escolha do tema do presente trabalho.

Ao meu ex-chefe, mas com certeza um amigo, Vinícius Corrêa e Sá, por me ensinar tudo o que eu sei sobre autorregulação.

E por último, mas sem dúvida a pessoa mais importante, ao meu pai, que sempre apoiou as minhas escolhas, sejam acadêmicas, profissionais ou pessoais, tentando sempre me mostrar o melhor caminho a seguir, sendo a pessoa que tornou essa formação um fato e assim possibilitou todos os demais agradecimentos.

## SUMÁRIO

**Lista de Figuras**

**Lista de Quadros**

**Lista de Tabelas**

**Resumo**

<b>INTRODUÇÃO</b>	1
<b>1. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS</b>	3
1.1. Definições sobre o mercado de capitais	3
1.2. Definição, princípios e objetivos da regulação do mercado de capitais	5
1.3. A regulação do mercado de capitais brasileiro	7
1.4. O fórum internacional dos reguladores do mercado de capitais – IOSCO	10
1.5. Conclusão – Regulação	10
<b>2. A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS</b>	12
2.1. Definição e origens da autorregulação	12
2.2. Tipos de autorregulação	14
2.3. Vantagens e riscos da autorregulação privada	18
2.4. Conclusão – Autorregulação	20
<b>3. AUTORREGULAÇÃO - A EXPERIÊNCIA NACIONAL FRENTE À     CRISE SISTÊMICA OCORRIDA ENTRE 2008 E 2009</b>	21
3.1. Crises econômicas	21
3.2. A crise do supprime	23
3.2.1. Resumo dos fatos	23
3.2.2. Análise da crise do subprime	24
3.3. O mercado de capitais brasileiro e a crise do subprime	28
3.4. Avanços e desafios da autorregulação	33
<b>CONCLUSÃO</b>	36
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	38

## **LISTAS**

### **1. LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Estrutura da Regulamentação do Mercado de Capitais Brasileiro	9
--	---

### **2. LISTA DE QUADROS**

Quadro 1 – Mercado de Capitais Brasileiro: Alguns Avanços Regulatórios	29
--	----

### **3. LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Código de Ofertas Públicas – 1998 a set/2010	17
Tabela 2 – Participação dos Investidores na Bovespa (%)	32
Tabela 3 – Total Geral negociado na Bovespa – Médias diárias	32

## RESUMO

Esta Monografia analisa a importância da autorregulação no mercado de capitais brasileiro. Destaque será dado à crise financeira internacional, conhecida como a crise do subprime, principalmente no que toca à falta de regulação e autorregulação dos mercados financeiros.

O tema central de investigação do presente trabalho é razão para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o qual ocorreu muito em função do papel ativo das instituições autorreguladoras – bem como em função do cenário macroeconômico mundial favorável que antecedeu a crise do subprime. Nesse sentido, o trabalho apresenta iniciativas de tais instituições, as quais culminaram no desenvolvimento e formação de um mercado de capitais com bases sólidas, fazendo com que o mercado financeiro brasileiro não fosse duramente penalizado pela crise do subprime.

## INTRODUÇÃO

Esta monografia propõe um estudo sobre a autorregulação do mercado de capitais brasileiro, evidenciando seus principais pontos, quais sejam, os tipos de autorregulação, os benefícios que esta traz ao mercado, as críticas ao modelo, o seu papel frente às crises econômicas, bem como seus principais avanços e desafios. Inicialmente, cabe destacar que este trabalho dará ênfase a autorregulação de *base voluntária*, que ocorre como consequência da iniciativa dos próprios participantes do mercado de autorregularem formalmente sua atuação no mercado. Ademais, o trabalho apresentado também propõe a análise à crise financeira internacional, conhecida como a crise do subprime, principalmente no que toca à falta de regulação e autorregulação dos mercados financeiros

O futuro da autorregulação do mercado de capitais tem sido tema de destaque no mercado financeiro, tendo em vista seus avanços nos últimos anos, principalmente no que se refere à possibilidade de interagir com o órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). Nesse contexto, cabe lembrar da Instrução CVM nº 471, de 08 de agosto de 2008, que regula o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, bem como os convênios a serem celebrados com as entidades autorreguladoras para permitir que conduzam as análises prévias relativas ao procedimento simplificado, culminando na celebração de convênio entre a CVM e a ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”) – permitindo que esta última realize análises prévias dos pedidos de registros de ofertas públicas de alguns valores mobiliários com o objetivo de reduzir o prazo para a obtenção do registro das ofertas públicas na CVM.

Outro avanço importante no campo da autorregulação brasileira é a Instrução CVM nº 483, em vigor a partir de 01 de outubro de 2010, que altera a regulamentação da atividade de analista de valores mobiliários, delegando à Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (“APIMEC”) o processo de certificação e supervisão da atividade supracitada. De acordo com a Instrução, o foco da atividade de autorregulação da APIMEC será a garantia de independência de opinião, a transparência de situação de conflitos

de interesse e a simetria de acesso à informação.<sup>1</sup>

Esses avanços da autorregulação, juntamente com iniciativas de outras entidades autorreguladoras, tais como a criação do Novo Mercado, pela BM&FBOVESPA, a elaboração, pela Associação Brasileira das Companhias Abertas (“ABRASCA”), do Código de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, entre outras iniciativas, contribuíram para formação de um mercado de capitais com bases sólidas. Como consequência, o Brasil tem sido apontado como um dos países que melhor enfrentou a crise do subprime, muito em função da qualidade da regulação e autorregulação dos seus mercados.

O presente trabalho levanta, principalmente, os seguintes questionamentos: (i) A autorregulação do mercado de capitais funciona no Brasil? (ii) Quais os benefícios da autorreguladoras? (iii) As entidades autorreguladoras têm a capacidade de controlar e/ ou afetar o comportamento dos agentes financeiros em pró dos interesses de seus próprios associados? (iv) Qual foi o papel da regulação e autorregulação frente à crise do subprime?

O primeiro capítulo do trabalho aborda a definição de mercado de capitais, do ponto de vista de diversos autores, bem como a definição do tema regulação, e apresenta os principais pontos sobre a regulação do mercado de capitais e o regulador estatal brasileiro.

No segundo capítulo inicia-se a discussão sobre a autorregulação, apresentando-se a sua definição, os tipos de autorregulação existentes, seus benefícios ao mercado e as críticas aos modelos.

Finalmente, o terceiro capítulo aborda a crise do subprime, bem como seus efeitos no mercado de capitais brasileiro. Neste capítulo também será apresentado a evolução desse mercado e as iniciativas de algumas entidades autorreguladoras, as quais corroboraram para o seu desenvolvimento.

---

1 *Palavra da Presidência* – APIMEC. A íntegra do pronunciamento está disponível em: <http://www.apimec.com.br>.

# CAPÍTULO I

## A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

### 1.1. Definições sobre o mercado de capitais

De acordo com Fabozzi e Ferri<sup>2</sup> (1998 apud YAZBEK, 2008, p. 125), o mercado financeiro e de capitais pode ser definido como “aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro, visando, fundamental mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas”.

Yazbek (2008) ressalta que o mercado financeiro deve ser compreendido a partir de sua cisão em duas espécies, quais sejam, o mercado de crédito e o mercado de capitais. Esse primeiro pode ser compreendido como aquele em que a canalização de recursos é realizada a partir de um agente que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento, o intermediário financeiro – papel comumente exercido pelos bancos, que captam valores e depois os repassam a terceiros.

Já no mercado de capitais a relação entre o “emprestador” e o seu beneficiário ocorre diretamente, sem a intermediação de qualquer agente financeiro, a partir da emissão de obrigações diretas – tais como ações, debêntures ou outros valores mobiliários – adquiridas pelos “emprestadores”.

Para Eizirik (2008), diferente do que acontece no mercado de crédito:

No mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor. Inexiste, no caso, intermediação financeira, pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as empresas.

---

<sup>2</sup> FABOZZI, Frank J., MODIGLIANI, Franco e FERRI, Michael G. *Foundations of Financial Markets and Institutions*. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

Cabe ressaltar que a figura do intermediador financeiro existente no mercado de capitais se dá na forma do Coordenador Líder das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários, no entanto tais intermediários apenas prestam serviços de aproximação, representação ou liquidação de operações para seus clientes.

Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2010) definem o mercado de capitais como:

O conjunto de operações com valores mobiliários, ou seja, ações, debêntures, notas promissórias (*commercial papers*), bônus, opções e compromissos securitizados. Essas operações se realizam predominantemente em bolsas e mercados de balcão organizados, sendo que os principais participantes são, de um lado os chamados investidores institucionais (fundos de investimento, de previdência e seguradoras), os investidores de varejo (pessoas físicas e jurídicas) e os investidores não residentes, e do outro lado os emissores de valores mobiliários. Os intermediários são os bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira de investimento, as corretoras e as distribuidoras de valores mobiliários.

Assim, as operações realizadas no mercado de valores mobiliários – outra denominação do mercado de capitais – podem ser caracterizadas como operações de “desintermediação bancária”, tendo em vista que as mesmas não são realizadas por bancos comerciais (*idem, ibidem*).

Yazbek (2008) define como função básica do sistema financeiro a canalização de recursos que possam vir a viabilizar as atividades produtivas, ou seja, a transformação de poupança em investimento. Eizirik (2008) complementa Yazbek com o seguinte ponto:

A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o financiamento de suas dívidas.

Mello<sup>3</sup> (1979 apud EIZIRIK, 2008) também destaca outras funções relevantes do mercado de capitais, tais como:

---

3 MELLO, Pedro C. Mercado de capitais e desenvolvimento econômico. (Cap. II). In: CASTRO, Hélio Oliveira Portocarrero (Org.). *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979.

- conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo com a necessidade da empresa, emissora do valor mobiliário, de obter recursos de médio e longo prazo;
- transformação do somatório de pequenos e médios montantes de capital que, quando da subscrição dos valores mobiliários, transformam-se em grandes montantes de capital;
- transformação da natureza dos riscos – diluição de altos riscos individuais;
- maior agilidade na transferência de recursos, já que os valores mobiliários podem circular entre as massas; e
- obtenção de informação homogênea quanto à oferta e demanda de recursos.

Finalmente, para Lameira (2001), o mercado de capitais é aquele onde são realizadas operações de longo prazo, ou prazo indeterminado, destinadas ao financiamento das atividades das empresas.

## **1.2. Definição, princípios e objetivos da *regulação* do mercado de capitais**

Segundo Eizirik (2008), regular determinada atividade significa estabelecer limites à atuação dos agentes econômicos, que não existem quando o mercado é completamente livre. Para o autor, a regulação de determinado mercado ocorre com base no seguinte tripé: (i) elaboração de normas legais ou regulatórias; (ii) registro e fiscalização das entidades reguladas; e (iii) aplicação das normas, podendo resultar em sanções administrativas.

Yazbek (2008) define regulação da seguinte forma:

A expressão regulação engloba atividades estatais que vão da criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores. O regulador exerce um poder executivo, um poder normativo e poder para judicial (p.184).

Em resumo, o termo regulação pode ser definido como um conjunto de regras que se sustentam no poder de coerção do estado, as quais delimitam as ações dos agentes de determinado mercado.

O objetivo fundamental da regulação do mercado de capitais é, sem dúvida, a proteção do investidor, principal agente desse mercado, tendo em vista que ele aplica seus recursos financeiros em valores mobiliários emitidos e negociados no mercado. Para Eizirik (2008), a busca pela eficiência também é um dos principais objetivos da regulação. Não obstante, o autor destaca que os *objetivos econômicos* da regulação devem ser a promoção de maior eficiência:

- na determinação da cotação dos valores mobiliários – quanto mais rápida a capacidade de reação das cotações às novas informações, mais eficiente o mercado;
- na alocação de recursos – com base nas informações disponíveis, os investidores aplicam seu dinheiro nas companhias mais rentáveis; e
- nas operações entre investidores – reduzindo os custos incorridos na realização dos negócios.

Também é objetivo da regulação evitar a concentração de poder econômico, que acarreta a diminuição da competição, causando imperfeições no mercado, bem como evitar conflitos de interesse entre os intermediários financeiros e os acionistas controladores e administradores das companhias emissoras dos valores mobiliários (*idem, ibidem*).

Para Goodhart<sup>4</sup> (1997 apud YAZBEK, 2008, p. 188), a regulação financeira tem as mesmas finalidades da regulação de outras atividades econômicas, só que esta é marcada por algumas peculiaridades. Sob essa ótica, o autor aponta três objetivos para a regulação financeira:

---

4 GOODHART, Charles A. E. Some Regulatory Concerns. In: GOODHART, Charles A. E (ed.). *The Emerging Framework of Financial Regulation*. Central Banking Publications, London, 1997.

- i. o controle das posições de poder no mercado (das situações de monopólio ou de oligopólio, entre outras distorções);
- ii. o controle e administração das externalidades que podem decorrer das atividades financeiras (risco de contágio e outras questões de ordem sistêmica); e
- iii. a proteção dos clientes, dada a assimetria informacional característica de sua relação com as instituições por intermédio das quais operam.

No que se refere à assimetria informacional entre os agentes do mercado, Calado (2009) complementa a idéia de Goodhart evidenciando o papel da regulação no incentivo à transparência das informações, de forma que todos os participantes do mercado possuam um nível de informação homogêneo.

### **1.3. A regulação do mercado de capitais brasileiro <sup>5</sup>**

No Brasil, a Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.385/76”) e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”) disciplinam o funcionamento do mercado de capitais, bem como a atuação de seus participantes, quais sejam, as companhias abertas, os intermediários financeiros, os investidores, além de outros agentes que atuam no mercado.

A CVM é a instituição responsável por regular e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro. Criada pela Lei nº 6.385/76, a CVM é uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprio. De acordo com a lei que a criou, a CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado, ou seja, seu poder normatizador abrange todas as matérias referentes ao mercado de capitais. Assim, de acordo com a Lei nº 6.385/76, cabe à CVM disciplinar as seguintes matérias:

---

<sup>5</sup> Informações extraídas do *website* da CVM: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>

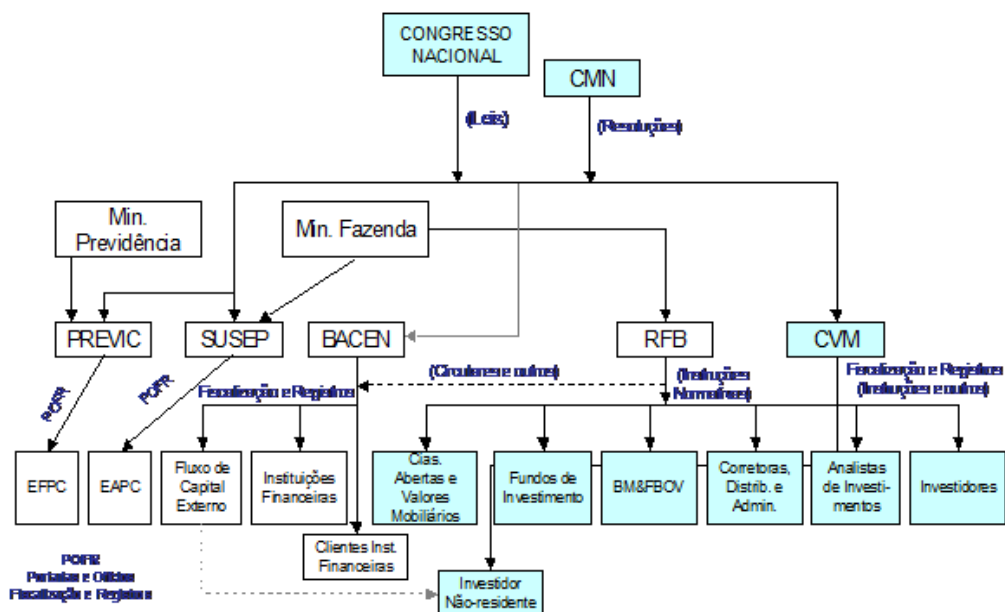
- o registro de companhias abertas;
- o registro de distribuições de valores mobiliários;
- o credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;
- a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores;
- a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- a suspensão ou cancelamento de registros, credenciamentos ou autorizações; e
- a suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de bolsa de valores.

Ainda de acordo com a Lei nº 6.385/76, a CVM tem como objetivos:

- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão;
- proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; e
- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2010) apresentam detalhamento das estruturas de regulamentação do mercado de capitais brasileiro, conforme figura 1 abaixo:

**Figura 1 – Estrutura da Regulamentação do Mercado de Capitais Brasileiro**



Fonte: Casagrande Neto, Sousa e Rossi (2010, Figura 2.1)

Finalmente, os autores destacam que algumas atividades realizadas no âmbito do mercado de capitais, bem como alguns grupos específicos de investidores, também são reguladas (i) pelo Banco Central – regula os investidores não residentes no país; (ii) pela PREVIC (Superintendência Nacional de Previdência Complementar) – regula as entidades de previdência fechadas; (iii) pela SUSEP (Superintendência de Seguros Privados) – regula as entidades de previdência abertas, seguradoras e sociedades de capitalização; e, finalmente, (iv) pela Receita Federal do Brasil, que fiscaliza a tributação das operações.

#### **1.4. O fórum internacional dos reguladores do mercado de capitais – IOSCO <sup>6</sup>**

Em 1983 a CVM fundou a Organização Internacional das Comissões de Valores (“IOSCO”), principal fórum internacional para as autoridades reguladoras dos mercados de valores mobiliários e de futuros.

Em seus primórdios a IOSCO tinha âmbito interamericano, mas atualmente conta mais de 130 membros em 80 países, os quais são responsáveis pela quase totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários mundial. Seus principais objetivos consistem: (i) na promoção de altos padrões de regulação, adequados à manutenção de mercados seguros, eficientes e equitativos; (ii) no intercâmbio de informações e experiências necessárias ao desenvolvimento de mercados domésticos; (iii) na união de esforços para estabelecer padrões internacionais de contabilidade e auditoria e um eficaz sistema de supervisão das transações internacionais nos mercados de capitais; e (iv) em garantir a aplicação das normas, bem como na punição de seus infratores.

Finalmente, cabe ressaltar que a IOSCO, por meio de suas resoluções, busca harmonizar padrões regulatórios e estabelecer padrões para incentivar o cumprimento às leis nas diferentes nações.

#### **1.5. Conclusão – Regulação**

O mercado financeiro e de capitais é, mais do que qualquer mercado, regido por relações de confiança entre os seus participantes, as quais são fundamentais para o desenvolvimento desse mercado. Nesse sentido, o regulador estatal tem papel de extrema importância na regulamentação e normatização dessas relações.

Outro aspecto relevante da regulação do mercado de valores mobiliários é a simetria de informações entre todos os que atuam nesse mercado. Dessa forma, o regulador deve buscar constantemente que todos os níveis de investidores recebam tratamento equitativo, principalmente no que tange o investidor individual.

---

6 Informações extraídas do *website* da CVM: <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>

No Brasil, a CVM é o órgão responsável pela regulação do mercado de capitais. Entre as suas competências destacam-se a regulamentação e fiscalização das atividades dos agentes intermediários, das bolsas, bem como das companhias abertas. No cenário internacional – em linha com os princípios do regulador brasileiro – a IOSCO acredita que a regulação de valores mobiliários deve ser baseada na proteção dos investidores, na redução do risco sistêmico, bem como em mercados eficientes e transparentes.

## CAPÍTULO II

### A AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

#### 2.1. Definição e origens da autorregulação

De acordo com Trindade e Santos (2009), a palavra autorregulação pode ser usada em três diferentes sentidos. O primeiro sentido está ligado à livre iniciativa, sendo predominantemente econômico, ou seja:

Corresponderia à suposta característica dos mercados, de sempre alocar os recursos da maneira mais eficiente. Dessa característica decorreria a necessidade de se garantir liberdade às instituições de mercado, que se disciplinariam por conta própria, independentemente de qualquer interferência estatal (p. 8).

O segundo sentido pode ser chamado de autorregulação de base voluntária e ocorre como consequência da iniciativa dos próprios participantes do mercado de autorregular formalmente sua atuação no mercado. Para Calado (2009), esse sentido da autorregulação também pode ser chamado de “regulação complementar”, já que a entidade autorreguladora surge para apoiar as iniciativas do governo.

O terceiro e último sentido destacado por Trindade e Santos (2009) para a expressão autorregulação relaciona-se à regulação imposta pelo regulador estatal, que também pode ser chamado de autorregulação de base legal, “por meio da qual o órgão regulador atribui ao julgamento e à discricionariedade das próprias instituições reguladas o poder, e o ônus, de efetuar a supervisão e prevenir violações às normas legais” (p. 8).

Yazbek (2008) caracteriza a autorregulação em três aspectos. A primeira característica destacada é a de que a autorregulação é a regulação “artificial” da atividade econômica, já que, mesmo sendo imposta pelos próprios participantes do mercado, ela nasce de uma imposição e não de “forças equilibradoras” do mercado. A segunda característica reside no fato da autorregulação ser consequência da organização de agentes que tem por objetivo a imposição de regras e procedimentos a seus associados, ou seja, “ela não nasce do conjunto

de operações, mas de uma estrutura que se destaca daquelas operações e dos agentes que as realizam e que, sobre ele, deverá atuar”. O terceiro aspecto destacado pelo autor decorre do “caráter extra-estatal” da autorregulação, que é desenvolvida por organismos privados (p. 211).

Oliveira Filho (2007) complementa a idéia de Yazbek informando que, apesar de serem organizações privadas, as entidades autorreguladoras possuem os mesmo princípios que norteiam os reguladores estatais, quais sejam: (i) a preservação da integridade do mercado (transparente e eficiente); (ii) redução do risco sistêmico; e (iii) proteção aos investidores.

No que se refere às formas de atuação da autorregulação o autor destaca:

No mercado de capitais, a autorregulação assume várias formas e depende do grau de desenvolvimento das instituições públicas e privadas, do tamanho do mercado, da tradição do sistema jurídico, do grau de sofisticação dos participantes, dos aspectos regionais e do nível de independência do regulador. Pode atuar de forma complementar a regulação instituída, disseminando e referendando decisões tomadas na esfera pública, e de maneira independente, por intermédio de proposições que antecipam mudanças e discutem alterações estruturais na legislação (idem, ibidem, p. 266-267).

A ANBIMA, criada em outubro de 2009 como resultado da união da ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento (“ANBID”) com a ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, define autorregulação como um conjunto de normas e procedimentos de supervisão criado por entidades privadas para fazer cumprir práticas equitativas de mercado e manter padrões éticos nas operações, bem como o complemento, ou em alguns casos, a substituição do agente regulador por uma iniciativa dos próprios participantes do mercado.<sup>7</sup>

Em maio de 2000, a IOSCO – conforme destacado no capítulo anterior, organismo de grande importância no mercado de capitais internacional – realizou um estudo sobre a eficácia da autorregulação, o qual resultou na elaboração de um documento onde foram estabelecidos os princípios gerais para a autorregulação, bem como que apresentou como conclusão a recomendação da IOSCO para a utilização de organizações autorreguladoras – *Model for*

---

7 Informações disponíveis em: <<http://www.anbid.com.br>>

*Effective Regulation*<sup>8</sup>. O estudo relata que a autorregulação, que combina interesses privados sob a supervisão pública, é uma eficaz e eficiente forma de regulação para o complexo e dinâmico mercado financeiro. Assim, as organizações autorreguladoras possuem autoridade para criar, modificar, implementar e fazer cumprir as regras de conduta no que diz respeito às entidades sujeitas à sua jurisdição, bem como para resolver conflitos através de arbitragem ou outros meios.

A IOSCO também levanta o ponto que a autorregulação se difere de país para país, principalmente levando-se em consideração seu grau de desenvolvimento, e afirma que sempre que seu papel é significativo sabe-se que isso é consequência de uma longa história de comportamento responsável das organizações autorreguladoras, sempre sob a supervisão dos reguladores oficiais.<sup>9</sup>

No que se refere à origem da autorregulação, Yazbek (2008) destaca que ela não está relacionada a uma suposta “desestatização”, mas sim à necessidade natural das associações, por si só, de organizarem as atividades de seus associados, “neste sentido, a autorregulação é fruto, inicialmente, da própria atividade associativa e da criação de instâncias administrativas e diferenciadas nas entidades coletivas” (idem, ibidem, p. 212).

O autor ressalta que a autorregulação é o resultado da institucionalização de relações antes meramente contratuais. Por esse motivo, em várias jurisdições em todo o mundo, a autorregulação já existia antes da regulamentação estatal ou legal.

Pode-se citar como exemplo a elaboração da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM nº 400”), que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, já que a mesma incorporou muitas práticas estabelecidas Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, criado em 1998.

## **2.2. Tipos de autorregulação**

De acordo com Trindade e Santos (2009), do ponto de vista de sua origem, existem dois tipos de autorregulação:

---

8 *Model for Effective Regulation*, maio de 2000, disponível para consulta em: <[www.iosco.org](http://www.iosco.org)>

9 *Model for Effective Regulation*, maio de 2000, disponível para consulta em: <[www.iosco.org](http://www.iosco.org)>

A de base voluntária (autorregulação voluntária ou privada) e a que se exerce por imposição legal (autorregulação de base legal ou pública). Essa distinção é explicada, mais uma vez, por Vital Moreira<sup>10</sup>, para quem a autorregulação é privada (ou de base voluntária) quando os agentes a ela se submetem voluntariamente, por vínculo contratual normalmente manifestado pela adesão a uma determinada organização, cuja autoridade supervisora passa a ser reconhecida. Já na autorregulação pública (ou de base-legal) a submissão do participante é coativa, sendo objeto de sanção estatal (p.11).

Para Yazbek (2008), a principal forma de autorregulação no mercado financeiro é aquela exercida pelas bolsas de valores, tendo em vista a necessidade de proteção de mecanismos de formação de preços e a atividade de administração de sistemas de negociação por elas desenvolvida. No Brasil, as atividades de autorregulação em mercado de bolsa e balcão são fundamentadas nos artigos 8º, § 1º, e 17, parágrafo único, da Lei 6.385/76:

Art. 8º, § 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

e

Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

A CVM, por meio da Instrução nº 461, de 23 de outubro de 2007, reconhece

---

10 MOREIRA, Vital. *Auto-Regulação Profissional e Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1997.

autorregulação de base legal referente às bolsas de valores em diversas passagens da Instrução, e, mais especificamente, em seu artigo 36, atribui aos órgãos autorreguladores as seguintes funções “fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora”.

Cabe ressaltar que, no Brasil, a autorregulação exercida pelas bolsas de valores é a única em que o dever de autorregular uma atividade decorre de lei em sentido formal, emanada do Congresso Nacional (TRINDADE e SANTOS, 2009, pg. 29)

No tocante da autorregulação voluntária, desenvolveram-se duas vertentes:

A primeira delas se deu na própria Bolsa de Valores de São Paulo (hoje BM&FBOVESPA S.A.), com a criação, em 2000, do Novo Mercado. Embora as regras de listagem sejam obrigatórias para as bolsas, o modelo de autorregulação do Novo Mercado envolveu uma sofisticada construção visando a intervenções nas estruturas de governança mínimas das empresas listadas, superiores aos requisitos impostos pela lei, com resultados extremamente expressivos. Não se trata, no caso, de meras recomendações (*soft law*) (idem, ibidem, p. 31-32).

Já a segunda forma de autoregulação voluntária “desenvolveu-se paulatinamente, com a sucessiva edição de normas e a sofisticação do modelo de fiscalização, pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID<sup>11</sup>” (idem, ibidem, p. 32). As normas e procedimentos dispostos nos Códigos de Regulação e Supervisão de Mercados da ANBIMA<sup>12</sup> aplicam-se apenas a seus associados, os quais aderem voluntariamente à associação e ao cumprimento de normas instituídas nos Códigos.

Para Calado (2009), os códigos de autorregulação tornam-se mais abrangentes quando seus preceitos são adotados pelo legislador, que estende a obrigatoriedade em cumpri-las não

---

11 Antiga denominação da ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, criada em outubro de 2009 como resultado da união da ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento com a ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

12 Atualmente a ANBIMA possui sete Códigos de Regulação e Melhores Práticas, quais sejam: (i) para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários; (ii) para a Atividade de *Private Banking* no Mercado Doméstico; (iii) para os Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais; (iv) para os Fundos de Investimento; (v) para as Atividades Conveniadas; (vi) para os Programa de Certificação Continuada; bem como o (vii) Código ANBIMA dos Processos de Regulação e Melhores Práticas.

apenas aos associados ou aderentes aos códigos. Cabe ressaltar que se entende como “associada” a instituição que adere a todos os Códigos de Regulação e Melhores Práticas da Associação, e como “aderente” aquela que adere a um código específico.

Dessa forma, assim como citado anteriormente, faz-se referência à Instrução CVM nº 400, que incorporou muitos preceitos estabelecidos no Código de Ofertas Públicas da ANBIMA, lançado em 1998. Para Oliveira Filho (2007) “os códigos e conselhos da de autorregulação, por exemplo, têm permitido explicitar a contribuição da ANBID tanto na melhoria do nível de transparência no mercado, quanto para a adesão pelo regulador de propostas que modernizem a legislação em vigor” (p. 230).

A tabela abaixo confirma a contribuição da ANBIMA no desenvolvimento dos participantes do mercado de capitais brasileiro, bem como para a maior transparência e melhoria das informações prestadas aos investidores. Assim, desde o lançamento do Código de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas, em 1998, foram analisados 827 ofertas, conforme demonstrado na tabela a abaixo.

**Tabela 1 – Código de Ofertas Públicas – 1998 a set/2010**

<b>Nº Instituições Participantes</b>	<b>332</b>
<b>Nº Ofertas Registradas</b>	<b>827</b>
<b>Montante Financeiro (R\$ Milhões)</b>	<b>625.815</b>

Fonte: ANBIMA – Supervisão de Mercados <sup>13</sup>

Finalmente, Trindade e Santos (2009) também tratam do êxito da autorregulação voluntária da ANBIMA na imposição de normas e condutas a seus associados:

O fato de os Códigos não se ampararem nem em lei, nem em regulamentação instituidora, significa que sua edição só é possível quando há razoável grau de consenso, entre os que vão ser afetados, a respeito dos assuntos tratados nos documentos que serão editados. Mas, uma vez editados, o nível de cumprimento das normas é muito alto, e o de aceitação das punições sofridas também, sem precedente de recurso ao judiciário para discussão das penalidades (p. 34).

<sup>13</sup> Boletim ANBIMA – Supervisão de Mercados, ano IV, nº 7, set/2010. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-sm\\_007.pdf](http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/bol-sm_007.pdf)>.

Essa questão da maior aceitabilidade das normas impostas pelas entidades autorreguladoras será tratada na sessão abaixo.

### **2.3. Vantagens e riscos da autorregulação privada**

Uma das principais vantagens da autorregulação privada em relação à regulação estatal, destacada por Oliveira Filho (2007), é a sua posição privilegiada para captar e responder às mudanças e novidades do mercado, adequando rapidamente suas normas e procedimentos ao dinâmico mercado de capitais.

Calado (2009) também destaca que quando uma organização autorreguladora obtém a adesão dos participantes do mercado em que atua, ela fica mais próxima das atividades que irá regular, e, como consequência, passa a dispor de maior sensibilidade para avaliar e normatizar tais atividades. Trindade e Santos (2009) complementam Calado:

Os autorregulados teriam, em tese, melhor conhecimento técnico e prático para produzir normas de melhor qualidade em resposta às situações de mercado, pelo conhecimento das irregularidades de ocorrência mais provável, possibilitando uma atuação mais eficaz e célere (p. 13).

Outra vantagem também destacada pelos autores é a maior aceitabilidade das normas e procedimentos impostos pelas entidades autorreguladoras, aos seus associados, em comparação com as regras emanadas pelo regulador governamental. Os autores destacam que isso ocorre porque, ao estarem envolvidos na criação de tais normativos, os participantes sentem-se moralmente obrigados a observá-los, o que nos leva a outra vantagem da autorregulação, que é a redução dos custos com fiscalização do cumprimento das regras. Sobre o assunto, Yazbek (2008) complementa destacando que os custos da autorregulação são arcados apenas pelos interessados, ou seja, seus associados.

Com relação aos riscos associados à autorregulação privada, pode-se citar o risco de conflito de interesses, já que a entidade autorreguladora não é independente em relação à

matéria em discussão, podendo influenciar ou tomar decisões motivadas pelos interesses dos seus associados:

Há que se considerar a maior possibilidade de ocorrência de conflito de interesse nas estruturas autorregulatórias, dada a maior integração entre regulador e agentes regulados. Estes conflitos, aliás, é que justificam na prática a criação de subdivisões administrativas e mecanismos de controle interno nos órgãos autorreguladores, assim como a integração entre as atividades destes e dos reguladores estatais (YAZBEK, 2008, p. 212)

Nesse contexto, Oliveira Filho (2007) cita que as atividades das organizações autorreguladoras devem ser devidamente monitoradas pelo regulador estatal, tendo em vista que a autorregulação só será eficaz se o regulador for capaz de impor limites a tais organizações. O autor também cita a questão do risco de conflito de interesses associado ao processo de desmutualização, “nos quais essas entidades deixam de ser cooperadas que não visam lucro e passam a ser preocupar com a geração de resultados” (p. 228)

Como exemplo, cita-se o caso do processo de desmutualização das bolsas de valores brasileiras. No final de 2007, ocorreu a integração da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), sociedades fechadas e sem fins lucrativos que se transformaram em uma sociedade por ações, a BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro.

Trindade e Santos (2009) também destacam:

Tanto o conflito de interesses de certos membros de uma categoria, como o corporativismo de toda a classe, podem levar, e frequentemente levam, à diminuição do grau de exigência ou a não aplicação de sanções em situações em que elas seriam devidas (p. 14).

Finalmente, Calado (2009) destaca o risco associado à existência de supervisores mais interessados na obtenção de ganhos pessoais do que em resolver as falhas do mercado. Outra desvantagem da autorregulação, citada pelo autor, é a “armadilha da autorregulação”, que ocorre quando a organização autorreguladora estabelece barreiras à entrada de outros participantes no mercado.

## 2.4. Conclusão – Autorregulação

Após a definição sobre o conceito de autorregulação, bem como da exposição de seus riscos e benefícios, cabe ressaltar que a autorregulação não substitui a regulação estatal, mas sim busca atuar de forma complementar a mesma. Ademais, conforme já citado anteriormente, a eficácia da autorregulação está diretamente ligada à qualidade das entidades autorreguladoras. No Brasil, destacam-se entidades com a ANBIMA e a BM&FBOVESPA que vêm contribuindo em grande escala para o desenvolvimento do mercado de capitais nos últimos anos, principalmente com a introdução de novos padrões de qualidade no mercado.

No que tange o assunto, cabe destacar a edição da Instrução CVM nº 471, de 08 de agosto de 2008, que institui o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de determinados valores mobiliários, bem como os convênios a serem celebrados com as entidades autorreguladoras, para permitir que essas conduzam as análises prévias relativas ao procedimento simplificado. Nesse contexto, em 20 de agosto de 2008 a CVM e a ANBIMA celebraram o convênio que permite a ANBIMA realizar análises prévias dos pedidos de registros de ofertas públicas de debêntures, notas promissórias e ações subsequentes (*follow-on*), com o objetivo de reduzir o prazo para a obtenção do registro das ofertas públicas na CVM.

Finalmente, as entidades autorreguladoras também vêm contribuindo para um maior nível de informação e transparência nas operações do mercado de capitais, reduzindo as incertezas e, como consequência, contribuindo para o aumento do número de investidores.

### CAPÍTULO III

## AUTORREGULAÇÃO - A EXPERIÊNCIA NACIONAL FRENTE À CRISE SISTÊMICA OCORRIDA ENTRE 2008 E 2009

### 3.1. Crises econômicas

Chesnais (2001) relata que a história da mundialização financeira é marcada por uma sucessão de crises financeiras cujos efeitos econômicos e sociais vem se agravando com o passar do tempo. Para Krugman (2009), as recessões devem ser entendidas como fenômenos muito específicos, isso porque, em momentos de crise econômica, a oferta é abundante enquanto a demanda se torna escassa. O autor ressalta que nessas ocasiões “há trabalhadores dispostos, mas não empregos suficientes; fábricas em perfeitas condições, sem encomendas em níveis satisfatórios; lojas abertas, mas falta de clientes” (idem, *ibidem*, p. 16).

Para Chesnais (2001), a origem das crises financeiras encontra-se no volume extremamente elevado dos créditos sobre a produção futura que os possuidores de ativos esperam ter a sua disposição. Assim, em um cenário de lento crescimento do montante de capital que busca se valorizar em aplicações financeiras fica difícil evitar a ocorrência crises financeiras como consequência da especulação e da instabilidade sistêmica. Já para Krugman (2009), em geral, as recessões são consequência da disposição coletiva das pessoas para acumular dinheiro – ou seja, poupar mais e investir menos – e podem ser combatidas com a emissão de moeda. No entanto, vale ressaltar que os bancos centrais não podem fazer emissões de moeda a todo estante:

Se o banco central se tornar demasiado otimista em relação à sua capacidade de criar emprego, se aumentar além da medida o dinheiro em circulação, o resultado será a inflação. E se a inflação lançar raízes muito profundas na expectativa do público, ela só será erradicada do sistema depois de um período de alto desemprego (KRUGMAN, 2009, p. 22).

Nesse contexto, no que se refere à crise de 1929, também conhecida com a Grande Depressão, é quase consenso entre os economistas que esta foi uma crise de demanda, bem

como que o *Federal Reserve* – banco central americano – deveria ter injetado dinheiro na economia, com o intuito de cessar a crise. Krugman (2009) lembra que em 1987, quando ocorreu a quebra do mercado acionário americano, o *Federal Reserve* injetou dinheiro no sistema financeiro, fazendo com que a economia real não se desacelerasse. Assim, no final dos anos 90, muitos afirmavam que os ciclos econômicos se ainda não houvessem sido eliminados, ao menos já estariam sob controle.

No que se refere à propagação das crises financeiras, Chesnais (2001) ressalta:

A violência das crises financeiras e a velocidade de sua propagação em direção à produção e ao emprego em cada país e entre países vizinhos, por meio da contração comercial e da queda dos preços, não se explicam unicamente pelos fatores ligados à fraqueza das autoridades financeiras, nem mesmo pelos comportamentos dos investidores considerados fora do contexto mais amplo da liberalização, que eles contribuíram para criar. As crises financeiras invariavelmente revelaram situações econômicas degradadas ou artificiais. De outro modo, elas não teriam podido se propagar tão rápido para o conjunto do sistema produtivo (p. 64).

É o que se constatou na crise do subprime iniciada em agosto de 2007. O que parecia ser apenas uma crise financeira depressa se estendeu à economia real. Nos meses que se seguiram ao pedido de concordata do tradicional banco de investimentos americano *Lehman Brothers*, a Europa, os Estados Unidos e o Japão entraram em recessão profunda e fizeram diminuir o crescimento nas principais economias emergentes. O comércio internacional caiu consideravelmente, acompanhando a retração do consumo e da produção. Na indústria de automóvel, uma das grandes atingidas pela crise, grandes empresas como a *General Motors* e a *Chrysler* entraram em processos de insolvência e recuperação, engrossando as filas do desemprego.<sup>14</sup>

---

14 Informações disponíveis em: <[http://economia.publico.pt/Noticia/colapso-do-banco-foi-o-rastilho-para-crise-ainda-sem-fim\\_1455906](http://economia.publico.pt/Noticia/colapso-do-banco-foi-o-rastilho-para-crise-ainda-sem-fim_1455906)>.

## 3.2. A crise do supprime

### 3.2.1. Resumo dos fatos <sup>15</sup>

A data exata do início da crise do subprime está sujeita a controvérsias, mas para grande parte dos estudiosos ela está associada à decisão inesperada do banco francês, o *BNP Paribas*, suspender os resgates de três fundos imobiliários sob sua administração, em nove de agosto de 2007.

O auge da crise ocorreu em março de 2008, com a quebra do 5º maior banco de investimento americano, o *Bear Stearns* – a partir desse momento o *Federal Reserve* começa a perceber a gravidade do problema, mudando completamente sua conduta em relação à crise e assumindo US\$ 30 bilhões de créditos do *Bear Stearns*, evitando sua falência e facilitando sua aquisição pelo *JP Morgan Chase*. Essa atitude do *Federal Reserve* representou uma alteração marco regulatório do sistema financeiro norte-americano, já que o *Bear Stearns* não estava formalmente sob a jurisdição do banco central americano, por se tratar de um banco de investimento, e não de um banco comercial.

Em junho de 2008, começam a aparecer rumores que outro banco de investimento, o *Lehman Brothers* – o 4º maior banco de investimento americano – enfrentava dificuldades. Em setembro de 2008, após o anunciar um prejuízo de US\$ 3,9 bilhões no terceiro trimestre de 2008, bem como o governo americano negar fornecer apoio financeiro a uma possível operação de compra da instituição, o *Lehman Brothers* entra com um pedido de concordata na Corte de Falências de Nova York. A decisão das autoridades americanas de não prover apoio financeiro ao *Lehman Brothers* agravou profundamente a crise, gerando um forte pânico nos mercados globais.

No dia que sucede à falência do banco *Lehman Brothers*, o governo americano mudou sua postura. A maior companhia de seguros dos Estados Unidos, a *American Interegional Group* – AIG, recorreu ao *Federal Reserve*, em função de suas necessidades de liquidez, o

---

15 Para elaboração desse item foram utilizadas notícias disponíveis em: (i) Estadão – Economia: <<http://economia.estadao.com.br/>>; e (ii) Valor Econômico: <<http://www.valoronline.com.br/>>; bem como informações contidas nos seguintes artigos: (i) BORÇA JR., Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. *A crise do subprime ainda não acabou*; (ii) BORÇA JR., Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. *Analisando a crise do subprime*.

qual concede empréstimo, tendo em vista as implicações sistêmicas que uma possível falência da AIG geraria no sistema financeiro norte-americano.

Outras mudanças também ocorreram no sistema financeiro norte-americano, quais sejam: o *Bank of America* adquiriu o banco de investimento *Merrill Lynch*; o banco *JP Morgan* assumiu o controle de seu concorrente, o *Washington Mutual*, com ajuda financeira federal; e o *Federal Reserve* aprovou proposta de transformar os bancos de investimento *Morgan Stanley* e *Goldman Sachs* em *holdings banks*, permitindo com que tais instituições pudessem receber suporte financeiro do governo, via injeções de liquidez.

Diante do agravamento da crise, em outubro de 2008, o Senado norte-americano aprova pacote de “socorro” às instituições financeiras – no valor de US\$ 700 bilhões – para compra dos ativos imobiliários ilíquidos dos bancos, com a intenção de acabar de vez com a crise. Essa medida foi uma forma de realizar novos aportes de capital nas instituições financeiras, criando alguma margem de manobra para os bancos. No entanto, os resultados não foram os esperados e os mercados mundiais voltaram a apresentar turbulências.

Ainda em outubro de 2008, os principais Bancos Centrais do mundo realizaram, de maneira conjunta, um corte de 0,5% em suas taxas básicas de juros. Posteriormente, um plano de ação conjunto, elaborado pelos líderes das principais economias desenvolvidas, abrangia grandes injeções de liquidez nos mercados de crédito, bem como garantias dos depósitos bancários e a possibilidade da compra de ações de instituições financeiras privadas.

### 3.2.2. *Análise da crise do subprime*

Para Krugman (2009), o que chama a atenção na crise do subprime é o fato dela apresentar características presentes nas diversas crises vivenciadas anteriormente, no entanto, dessa vez tais falhas ocorreram todas ao mesmo tempo:

Estouro da bolha de imóveis, comparável ao que aconteceu no Japão em fins da década de 1980; onda de corridas bancárias, reminescente daquelas do começo da década de 1930 (embora envolvendo principalmente o sistema bancário paralelo, em vez de instituições financeiras convencionais); armadilha da liquidez nos Estados Unidos, outra vez evocativa do Japão; e, mais recentemente, ruptura de fluxos de capital internacionais e sucessão de crises cambiais, análogas às que varreram a Ásia, em fins da década de 1990 (p. 173-174).

O autor ressalta ainda que a crise começou com as perdas derivadas dos empréstimos subprime – empréstimos a pessoas com histórico de crédito desfavorável ou limitado. O termo "subprime" relaciona-se à classificação de crédito do devedor – que abalaram a confiança do mercado financeiro, levando a um círculo vicioso de desalavancagem, onde a queda do valor dos ativos gerou um aumento das vendas de ativos, em um processo autorreforçador que teve como consequência uma grande corrida bancária que ocasionou o declínio do sistema bancário paralelo (idem, ibidem).

Para Velloso e Rocca (2009) a crise do subprime foi causada:

Pela ausência de regulação adequada especialmente em relação à atuação dos bancos de investimento. Promoveu-se forte expansão de crédito, especialmente no segmento de hipotecas, mediante a utilização de critérios de concessão de financiamento pouco seletivos, do que resultou forte elevação do preço dos imóveis e elevados níveis de inadimplência. Inovações financeiras permitiram que a expansão do crédito tenha se desenvolvido com crescente alavancagem das instituições envolvidas, acompanhada de pouca transparência e deficiente monitoração de riscos (p. 32).

Também no que tange às causas da crise do subprime, Krugman (2009) relata a existência de “correntes” diferentes que versam sobre o assunto. À direita fala-se que:

Os problemas foram causados pela *Community Reinvestment Act*<sup>16</sup>, que, supostamente, forçou os bancos a conceder empréstimos hipotecários a membros de minorias, que, então, ficaram inadimplentes. Na verdade, esta lei foi promulgada em 1977, o que, em si, já torna difícil culpá-la por uma crise que só aconteceu três décadas depois (p. 170).

À esquerda, aponta-se a desregulamentação como a causadora crise, principalmente a revogação, em 1999, da *Glass-Steagall Act*<sup>17</sup>, que passou a permitir que bancos comerciais desempenhassem funções de bancos de investimentos.

O autor pondera sobre a diferença entre desregulamentação e não-regulamentação:

A crise, em boa parte, não envolveu problemas de instituições desregulamentadas, que assumiram novos riscos. Ao contrário, girou em torno de riscos assumidos por instituições que, para começar, nunca foram regulamentadas (KRUGMAN, 2009, p. 170).

Chesnais (2001) também trata da questão da desregulamentação quando fala dos elementos constitutivos na implementação da mundialização financeira, a saber: (i) a desregulamentação ou liberalização monetária e financeira; (ii) a descompartmentalização dos mercados financeiros nacionais; e (iii) a desintermediação, que permite que instituições financeiras não bancárias – tais como fundos de pensão, fundos coletivos de aplicação, sociedades seguradora, bancos que administram sociedades de investimento – tenham acesso aos mercados como prestadoras.

O autor ressalta que tais instituições tiveram um grande crescimento desde o início da desregulamentação financeira e destaca a criação de numerosos produtos financeiros, os quais se situam à margem da regulação.

Esse processo de desintermediação financeira, destacado por Chesnais (2001), é tratado por Krugman (2009) com um “sistema bancário paralelo”. Para o autor, os bancos em

---

16 A *Community Reinvestment Act*, foi criada pelo governo americano em 1977, de acordo com o qual o *Federal Reserve*, e outros reguladores do sistema financeiro, podem pressionar os bancos a fazerem empréstimos a mutuários com capacidade creditícia duvidosa - mutuários esses que, de outra forma, os bancos não se arriscariam a conceder-lhes empréstimos.

17 A *Glass-Steagall Act*, criada em 1933, introduziu reformas no sistema bancário americano, entre elas reformas para controlar a operações especulativas dos bancos. Assim, a lei restringia a possibilidade das instituições financeiras utilizarem os recursos captados do público em operações em nome próprio.

si são altamente regulados, no entanto atualmente reconhece-se a existência do “sistema bancário paralelo”, composto pelas instituições financeiras não bancárias citadas acima, que não é regulamentado. Desse modo, embora tais instituições não sejam bancos, do ponto de vista regulatório, as mesmas desempenham funções de banco. Krugman (2009) também ressalta que até a eclosão da crise o sistema bancário paralelo não era muito “notado”.

Ainda nesse contexto, em junho de 2008, Timothy Geithner presidente do *Federal Reserve* de Nova York, pronunciou-se sobre a bolha habitacional, relatando que a estrutura do sistema financeiro mudou fundamentalmente durante o boom, com um grande aumento da fatia de ativos fora do sistema bancário tradicional, em especial nos mercados de dinheiro e de financiamento. No começo de 2007, novos instrumentos financeiros “exóticos” perfaziam, em conjunto, US\$ 2,2 trilhões.

Para Krugman (2009), a “crise bancária dos não bancos” começa com as perdas decorrentes dos empréstimos subprime, que desgastaram a confiança no sistema financeiro paralelo, levando a um círculo vicioso de desalavancagem: as perdas, decorrentes do colapso do valor dos ativos financeiros arriscados, de participantes altamente alavancados do sistema econômico os induziram a tomar iniciativas que acarretaram outras perdas, e assim por diante. Esse processo foi ainda reforçado pela má qualidade dos ativos, principalmente aqueles associados às hipotecas:

A conseqüência desse processo autorreforçador foi, com efeito, uma corrida bancária maciça que provocou o fencimento do sistema bancário paralelo, muito à semelhança do que ocorreu com o sistema bancário convencional, no início da década de 1930 (KRUGMAN, 2009, p. 179).

O autor relembra que os objetivos do *Federal Reserve* são: (i) gerenciar as taxas de juros; e (ii) fornecer, quando necessário, dinheiro aos bancos. Nesse sentido, no desenrolar da crise, o *Federal Reserve* teve dificuldade para atuar com eficiência nos mercados financeiros e na economia em geral. Assim, os empréstimos concedidos aos bancos apenas abrandaram a crise, já que as instituições convencionais não estavam no epicentro da mesma (idem, *ibidem*).

Ademais, mesmo sabendo que a crise girava em torno das instituições pertencentes ao sistema financeiro paralelo, o *Federal Reserve* não pode deter o problema concedendo empréstimos a essas instituições, já que estas não se enquadravam na categoria de instituições

financeiras tradicionais.

### **3.3. O mercado de capitais brasileiro e a crise do subprime**

De acordo com Maes (2010), é notória a evolução do mercado de capitais brasileiro nos últimos dez anos, principalmente a partir de 2004, marco da retomada consistente das aberturas de capital no país.

Velloso e Rocca (2009) destacam que, no cenário interno, contribuíram para esse desenvolvimento a criação do Novo Mercado, em 2002, pela antiga BOVESPA, os avanços de outras entidades autorreguladoras, tais como a ANBIMA – que em agosto de 2008 firmou convênio com a CVM, com o objetivo de reduzir o prazo de registro de ofertas públicas na autarquia – e a APIMEC – que em outubro de 2010 assumiu a função de autorreguladora do processo de certificação e supervisão da atividade de analista de valores mobiliários – bem como com a adoção de padrões mais rígidos de gerenciamento de riscos. Também é importante mencionar o cenário macroeconômico mundial favorável – até o período que precedeu a crise do subprime:

Simultaneamente ao crescimento do nível de atividade no mercado de capitais, verifica-se, nos últimos anos, a recuperação de sua funcionalidade. O aumento de sua participação na mobilização de poupanças foi acompanhado por forte crescimento da base de investidores individuais, do patrimônio de investidores institucionais – fundos de pensão, planos de previdência aberta, fundos de investimento e companhias de seguros – além de considerável captação de recursos financeiros (idem, *ibidem*, p. 27).

Todavia, Maes (2010) ressalta que a evolução do mercado de capitais do país só foi possível graças a uma série de medidas que tinham como objetivo fornecer aos investidores a segurança necessária para que esses pudessem tomar suas decisões de investimento:

Podemos destacar a nova Lei de Falências, que viabilizou as operações de securitização, a modernização da regulação; o avanço da autorregulação e o valor atribuído às boas práticas de governança; o investimento dos agentes de mercado em tecnologia da informação; e, talvez o mais importante, uma mudança de filosofia – ainda em andamento –, mediante a qual, no imaginário coletivo, o mercado de capitais deixa de ser um ambiente meramente especulativo e passa a desempenhar seu papel clássico, qual seja, alocar os recursos da poupança pública diretamente no setor produtivo.

Outras iniciativas de regulação e autorregulação adotadas no Brasil nos últimos anos, com o objetivo de fortalecer e desenvolver o mercado de capitais brasileiro, estão apresentadas no quadro 1 abaixo:

### Quadro 1 – Mercado de Capitais Brasileiro: Alguns Avanços Regulatórios

1. Instrumentos e Veículos	Novos regulamentos para emissões de ações e títulos de dívida privada
	Criação de títulos de securitização de recebíveis: CCB, CCI, CRI, títulos agrícolas
	Regulamentação dos fundos: FIDC, FIP, FEEEM
	Legislação das PPPs
	Regulamentação de aplicações de fundos de investimento no mercado internacional
2. Liquidez	Mercado secundário de quotas de fundos e dívida privada
	BOVESPA FIX, CETIP
	Regulamentação do Formador de Mercado
3. Proteção ao Investidor	Nova Lei das S.A.
	Novo Mercado, Nível II, Nível I da BOVESPA
	Arbitragem: decisão do STF
	Nova Lei de falências
	Autorregulação ANBID, ANDIMA, IBGC, ABRAPP, ABRASCA
	Regulação e autorregulação de fundos de investimento
	Lei 11.638, de 28/11/2007. Convergência para normas do IASB ( <i>International Accounting Standards Board</i> )
4. Tributação	Isenção do CPMF transação de: ações em bolsa, depois conta de investimento
	I. Renda: fundos de pensão, fundos de previdência aberta
	I. Renda: decrescente com o prazo; come-quotas de 1 para 6 meses

Fonte: Velloso e Rocca (2009, Tabela 1, p.24)

Dessa forma, a estrutura do mercado de capitais brasileiro parece ter fundamentos sólidos, já que mesmo com a crise mundial, vivida entre 2008 e 2009, a economia brasileira não entrou em colapso. Velloso e Rocca (2009) destacam as causas dessa solidez do mercado brasileiro:

Isso só foi possível porque a BM&FBOVESPA, assim como as demais instituições que lidam com o mercado, tinha feito a lição de casa durante a bonança dos anos anteriores; e também porque era possível contar com uma moldura autorregulatória e regulatória unanimemente reconhecida, dentro e fora do país, por sua qualidade e modernidade. Em particular, o trabalho dos órgãos reguladores federais – a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central (p. 12).

Cabe fazer uma pequena retrospectiva do cenário vivido pelo Brasil nos meses que sucederam a crise financeira: (i) *investment grade* – em 30 de abril de 2008 o Brasil foi considerado *investment grade* pela agência de avaliação *Standard & Poor's*; (ii) índices de valorização do mercado acionário atingiam valor recorde – em 20 de maio de 2008, o Índice Bovespa – IBOVESPA, indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro, registrou sua maior pontuação na história, 73.516 pontos; e (iii) o país vivenciava a implementação de novas ações de regulação e autorregulação às práticas de mercado.

Para Velloso e Rocca (2009):

Os avanços institucionais promovidos por leis, atos de órgãos reguladores e iniciativas de autorregulação promoveram maior proteção aos investidores e resultaram em melhorias consideráveis na configuração e no funcionamento dos mercados, dos instrumentos e dos veículos do mercado de capitais e no aperfeiçoamento das práticas das empresas, dos agentes de mercado e dos investidores (p. 22).

Os autores destacam que embora o mercado de capitais brasileiros não transacione os ativos financeiros afetados pela inadimplência dos financiamentos imobiliários feitos nos mercados dos EUA e não apresente as eficiências de regulação, assimetria de informações ou os excessos de alavancagem que são origens da crise, entretanto, a globalização financeira fez com os efeitos da crise iniciada nos EUA se propagasse, transformando-a em uma crise financeira global, atingindo o Brasil (idem, ibidem).

Todavia, Carvalho e Souza (2010) afirmam que a regulamentação e a supervisão dos mercados de valores mobiliários brasileiros seguiu o modelo tradicional, desconsiderando preocupações de natureza sistêmica e investimentos na criação de regras e procedimentos que podem proteger a integridade dos mercados. Os autores destacam que o principal objetivo dos reguladores nas últimas duas décadas foi atrair novos investidores para os mercados locais de valores mobiliários, particularmente para os mercados de títulos privados. Assim, tão logo os riscos associados à alta inflação, que assolou a economia brasileira até meados da década de 1990, foram atenuados, a preocupação com o desenvolvimento do segmento específico de títulos privados tornou-se primordial.

Os reguladores passaram então a adotar estratégias para reconquistar a confiança dos investidores. Um dos caminhos utilizado foi a abertura do mercado de ações brasileiro para investidores estrangeiros, como o objetivo de que a crescente liquidez de mercado e dos preços das ações, causada pelo aumento dos investimentos estrangeiros, poderiam chamar a atenção de investidores nacionais.

Os autores ressaltam que, tendo em vista a maior exigência dos investidores estrangeiros em relação aos investidores domésticos, foram adotadas regras para garantir o direito dos acionistas minoritários e para melhorar a governança corporativa. Ademais, para atender as reivindicações dos investidores estrangeiros, em 2000, a BM&FBOVESPA criou Novo Mercado, que representa o grau máximo de governança corporativa do mercado de capitais brasileiro. Atualmente, a maior parte das aberturas mais recentes de capital no Brasil se deu no Novo Mercado, já que boa parte dos investidores estrangeiros exige que as empresas estejam neste segmento especial antes de decidir investir em suas ações (idem, ibidem).

É importante destacar que, ao mesmo tempo em que o país se beneficiou dessa maciça entrada de capital externo, por meio de investimentos na bolsa de valores, o país acabou se tornando extremamente dependente desse capital estrangeiro, conforme demonstrado na tabela 2. Nota-se ainda que, entre 2005 e 2009, a participação de investidores estrangeiros no mercado de ações brasileiro beirou os 35%. Os fundos de investimento ficam em segundo lugar, seguido pelos investidores individuais.

**Tabela 2 – Participação dos Investidores na Bovespa (%)**

	2005	2006	2007	2008	2009
Investidores Individuais	23,20	22,21	20,03	23,68	27,94
Clubes de Investimento	2,20	2,36	2,99	2,99	2,61
Companhias Seguradoras	0,21	0,16	0,16	0,10	0,06
Fundos de Pensão e de Seguridade	2,92	2,09	1,71	1,11	1,21
Fundos Mútuos	24,35	24,98	27,89	25,94	24,40
Investidores Estrangeiros	32,81	35,52	34,52	35,49	34,18
Empresas Públicas e Privadas	2,30	2,16	2,15	2,77	2,15
Instituições Financeiras	11,74	10,42	10,38	7,81	7,40
Outros	0,28	0,11	0,17	0,11	0,06
Total Geral	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: BM&FBOVESPA

Também é importante abordar que o investimento em carteira é uma forma de investimento muito sensível às mudanças de expectativas sobre a evolução macroeconômica e política do país. Dessa forma, quando os investidores estrangeiros o mercado doméstico, tal mercado se torna muito sensível aos acontecimentos que têm origem fora da economia nacional. Assim, os investimentos em carteira não são uma fonte “confiável” de financiamento para as empresas, já que estas precisam contar com um apoio consistente e permanente.

**Tabela 3 – Total Geral negociado na Bovespa – Médias diárias**

Descrição	2005	2006	2007	2008	2009
Nº de Negócios	62.247	87.488	152.872	245.071	332.349
Quantidade de Títulos (Milhões)	22.634	23.401	23.760	18.294	14.315
Volume (R\$ Mil)	1.610.806	2.434.473	4.895.130	5.525.494	5.286.820

Fonte: BM&FBOVESPA

Finalmente, a tabela 3 mostra os efeitos da crise do subprime no mercado acionário brasileiro. Nos anos de 2008 e 2009, observou-se uma forte redução na quantidade de títulos negociados em bolsa. Ademais, com relação ao montante envolvido em tais operações, no ano de 2009 verifica-se uma redução no volume transacionado.

### 3.4. Avanços e desafios da autorregulação

Os padrões de regulação e autorregulação adotados no sistema financeiro brasileiro são considerados os melhores entre os países emergentes, e, alguns casos, são superiores a alguns países desenvolvidos.

No que se refere à crise do subprime, Velloso e Rocca (2009) entendem que o que ocorreu na economia americana foi a ausência de mecanismos de regulação e autorregulação aplicáveis a muitas entidades e instrumentos, os quais se multiplicaram nos últimos anos, à margem do sistema financeiro tradicional.

Nesse sentido, seguem abaixo algumas iniciativas de autorregulação adotadas no Brasil nos últimos anos, as quais vêm contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais do país:

- *Criação da BSM, em 2007* – A BSM (BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados) atua na fiscalização do mercado de valores mobiliários. Desde sua criação, a BSM atua como órgão auxiliar da CVM no que concerne à regulação dos mercados da bolsa e atualmente autorregula todos os mercados da BM&FBOVESPA - antes só cuidava do “segmento” Bovespa (mercado de ações), mas a partir de 2008, com a integração das antigas bolsas, Bovespa e BM&F, a BSM passou a autorregular também o “segmento” BM&F (mercados de commodities e futuros)<sup>18</sup>;
- *Convênio ANBIMA/ CVM para análise de ofertas públicas*, em agosto de 2008 – Por meio da Instrução CVM nº 471/08, em agosto de 2008, a ANBIMA (na época, ANBID) firmou convênio com a CVM, instituindo o chamado procedimento simplificado de registro de ofertas públicas de valores mobiliários, tendo como objetivo facilitar o processo análise da documentação referente às ofertas. Cabe ressaltar que esse foi um passo relevante no que se refere ao reconhecimento da qualidade da autoregulação de base voluntária no Brasil;

---

18 Informações disponíveis em: <<http://www.bovespasupervisaomercado.com.br/>>

- *APIMEC assume função de autorreguladora, em outubro de 2010* – A Instrução CVM nº 483/10, que entrou em vigor em outubro de 2008, altera a regulamentação da atividade de analista de valores mobiliários, delegando à APIMEC o processo de certificação e supervisão da atividade supracitada. De acordo com a presidente da Associação, Lucy Sousa, o foco da atividade de autorregulação será a garantia de independência de opinião, a transparência de situação de conflitos de interesse e a simetria no acesso à informação<sup>19</sup>; e
- *Código de autorregulação ABRASCA, em elaboração* – A ABRASCA está elaborando o seu primeiro código, o Código de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas. Previsto para entrar em vigor no início de 2011, o conjunto de princípios reforça as responsabilidades dos administradores das companhias, especialmente os conselheiros de administração. O código, cuja aderência terá caráter voluntário, tem os seguintes objetivos: fiscalizar, conduzir processos de apuração de irregularidades e infrações, julgar e aplicar aos infratores as penalidades previstas, bem como instituir, editar e alterar, ad referendum da Assembléia Geral, códigos, manuais e outras iniciativas de autorregulação e boas práticas das companhias abertas, incluindo a previsão de punições pelo descumprimento dessas regras, a serem observadas por todos os que a elas aderirem.<sup>20</sup>

Finalmente, após análise do conceito e do seu atual estágio, seguem algumas considerações sobre os desafios da autorregulação do mercado de capitais brasileiro. Nesse tocante, cabe a reflexão sobre as seguintes perguntas: As entidades autorreguladoras existentes já não são suficientes para atender às demandas do mercado? Ainda existe espaço para desenvolvimento da autorregulação sem que esta esbarre na regulação estatal?

No que se refere à primeira pergunta, Trindade e Santos (2009) evidenciam que a autorregulação poderia estender seu campo de atuação para os produtos de derivativos de balcão, ou seja, “na criação, pelas bolsas e entidades de mercado de balcão locais, de

---

19 *Palavra da Presidência* – APIMEC. A íntegra do pronunciamento está disponível em: <<http://www.apimec.com.br>>.

20 A íntegra do Código ABRASCA de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas está disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>.

mecanismos de negociação, precificação e liquidação de derivativos de balcão que contribuam mais ativamente para adequada formação de preços desses ativos no Brasil” (p. 51). Ademais, as entidades autorreguladoras também teriam espaço para adentrar na autorregulação de produtos como as cédulas de depósito bancário (“CDB”), que atualmente ainda não contam com regulação por parte da CVM.

No que se refere ao desenvolvimento da autorregulação privada frente à regulação estatal, atualmente a CVM vem firmando convênios com entidades autorreguladoras, como é o caso dos convênios firmados com a APIMEC – conforme acima destacado, no qual a APIMEC passou a ser responsável pelo processo de certificação e supervisão da atividade de analista de valores mobiliários – e com a ANBIMA – permitindo que a associação realizasse análise prévia dos pedidos de registros de ofertas públicas de alguns valores mobiliários, com o objetivo de reduzir o prazo para a obtenção do registro das ofertas públicas na autarquia. Assim, fica claro que, a medida que a CVM busca descentralizar suas atividades, por meio da celebração de convênios com entidades autorreguladoras – que possuem qualidade reconhecida pelo mercado – cada vez mais a autorregulação tende a “esbarrar” na regulação estatal no sentido de auxiliar o regulador “na incorporação das melhores práticas de legislação, como também exercendo processos de supervisão, arbitragens e sanções” (OLIVEIRA FILHO, 2007, p. 230).

Finalmente, cumpre ressaltar que as regras do regulador e do autorregulador devem estar sempre alinhadas, bem como que as atividades deste último devem ser frequentemente monitoradas pelo regulador estatal.

## CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como proposta apresentar a importância da autorregulação no mercado de capitais brasileiro, evidenciando seus benefícios ao mercado, críticas, o seu papel frente às crises econômicas, bem como seus principais avanços e desafios. A seguir, os principais pontos abordados no trabalho serão sintetizados.

Inicialmente, antes mesmo de se discutir o tema autorregulação, foram apresentados alguns pontos importantes sobre a regulação do mercado de capitais. Nesse contexto, cabe ressaltar a importância do regulador estatal na regulamentação e normatização das relações de confiança entre os participantes do mercado financeiro e de capitais, já que tais relações são fundamentais para o desenvolvimento desse mercado. Para tanto, o regulador deve garantir a simetria de informações, ou seja, deve garantir que todos os níveis de investidores, bem como os agentes do mercado, recebam tratamento equitativo, principalmente no que tange o investidor individual.

A CVM é o órgão responsável pela regulação do mercado de capitais brasileiro. Entre as suas competências destacam-se a regulamentação e fiscalização das atividades dos agentes intermediários, das bolsas, bem como das companhias abertas. No cenário internacional – em linha com os princípios do regulador brasileiro – a IOSCO acredita que a regulação de valores mobiliários deve ser baseada na proteção dos investidores, na redução do risco sistêmico, bem como em mercados eficientes e transparentes.

Posteriormente, após a apresentação do tema regulação, iniciou-se uma discussão sobre a autorregulação. Nesse ínterim, é de suma importância ressaltar que a autorregulação não substitui a regulação estatal, mas sim busca atuar de forma complementar a mesma. Conforme já citado anteriormente, a eficácia da autorregulação está diretamente ligada à relação da entidade reguladora e, não obstante, à qualidade das entidades autorreguladoras.

No Brasil, a ANBIMA, a APIMEC e a BM&FBOVESPA são algumas das entidades que, nos últimos anos contribuíram em grande escala para o desenvolvimento do mercado de capitais, principalmente com a introdução de novos padrões de qualidade e certificação dos integrantes do mercado. As entidades autorreguladoras também vêm contribuindo para um maior nível de informação e transparência nas operações do mercado de capitais, reduzindo as incertezas e, como consequência, contribuindo para o aumento do número de investidores.

Ademais, vale ressaltar que a autorregulação não é uma forma de "desregulamentação", mas sim uma parte importante de um modelo de regulação eficaz.

A terceira e última parte do trabalho abordou a crise financeira internacional, vivida entre 2008 e 2009, bem como seus efeitos no mercado de capitais brasileiro. A crise do subprime, como ficou conhecida, teve origem em uma série de fatores econômicos, políticos e sociais, impossibilitando, assim, que seja identificada apenas uma causa para a mesma, no entanto, para grande parte dos estudiosos sobre o assunto, a origem da crise se relaciona, principalmente, com uma falha da regulação dos mercados.

Nesse sentido, o presente trabalho analisou a crise no que se refere à ausência de regulação adequada às instituições que fazem parte do chamado "sistema bancário paralelo", ou seja, instituições financeiras não bancárias, do ponto de vista regulatório, mas que desempenham funções de banco, participando ativamente dos mercados financeiros e de capitais. Assim, uma das conclusões desse trabalho – também em linha com o pensamento de Krugman (2009) – se dá no sentido de que qualquer instituição que desempenhe papel importante no sistema financeiro, e que possa vir a necessitar de ajuda durante um momento de crise financeira, deve ser submetida à regulação e à regulamentação, semelhante àquela aplicada aos bancos. Ademais, a literatura aqui revisada evidenciou que as lacunas existentes na regulação dos mercados financeiro e de capitais das economias mais desenvolvidas – principalmente no sistema financeiro norte-americano – contribuíram significativamente para desencadear a crise econômica global vivida nos anos anteriores.

O terceiro capítulo também abordou a evolução mercado de capitais brasileiro, que, conforme destacado acima, ocorreu muito em função do papel ativo das instituições autorreguladoras – bem como em função do cenário macroeconômico mundial favorável que antecedeu a crise do subprime. Foram apresentadas algumas iniciativas de tais instituições, as quais culminaram no desenvolvimento e formação de um mercado de capitais com fundamentos sólidos, fazendo com que o mercado financeiro brasileiro não fosse duramente penalizado pela crise do subprime.

Finalmente, cabe ressaltar que ainda há muito que se avançar no campo da autorregulação do mercado de capitais brasileiro, de forma que o trabalho apresentou os principais desafios da autorregulação desse mercado no Brasil.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BORÇA JR., Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. A crise do subprime ainda não acabou. **BNDES Visão do Desenvolvimento**. 2008, n. 50, p. 1-8;

\_\_\_\_\_. Analisando a crise do subprime. **Revista do BNDES**. 2008, v. 15, p. 129-159;

BRASIL. Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. *Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 16 abr. 2010;

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 461, de 08 de agosto de 2008. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. *Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 02 mai. 2010;

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 471, de 08 de agosto de 2008. Dispõe sobre o procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários. *Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 09 mar. 2010;

\_\_\_\_\_. Instrução CVM nº 483, de 06 de julho de 2010. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários. *Comissão de Valores Mobiliários*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 02 nov. 2010;

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Presidência da República – Casa Civil*. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385.htm)>. Acesso em 18 out. 2010;

\_\_\_\_\_. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Presidência da República – Casa Civil*. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em 18 nov. 2010;

CALADO, Luiz Roberto. **Regulação e autorregulação do mercado financeiro: conceito, evolução e tendências num contexto de crise**. São Paulo: Saint Paul, 2009

CARVALHO, Fernando J. Cardim; SOUZA, Francisco Eduardo Pires de. *Financial*

*regulation and macroeconomics stability in Brazil in the aftermath of the Russian Crisis*. Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010. Universidade Federal do Rio de Janeiro;

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do capital de empresas no Brasil**: um enfoque prático. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2010;

CHESNAIS, François. **A finança mundializada**. São Paulo: Bomtempo, 2005;

EIZIRIK, Nelson (Et al.). **Mercado de capitais**: regime jurídico. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008;

FARIA, Ana Rita. Colapso do banco foi o rastilho para crise ainda sem fim. **Jornal Público**, Portugal, [on line] 15 set. 2010. Disponível em: <[http://economia.publico.pt/Noticia/colapso-do-banco-foi-o-rastilho-para-crise-ainda-sem-fim\\_1455906](http://economia.publico.pt/Noticia/colapso-do-banco-foi-o-rastilho-para-crise-ainda-sem-fim_1455906)>. Acesso em: 17 set. 2010.

IOSCO - International Organization of Securities Commissions. **Model for Effective Self-Regulation** [on line] 2010. Disponível em: <[http://www.iosco.org/library/annual\\_conferences/pdf/ac14-25.pdf](http://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac14-25.pdf)>. Acesso em 21 mar. 2010;

KRUGMAN, Paul R. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009;

LAMEIRA, Valdír de Jesus. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001;

MAES, Claudio. Ambiente institucional e econômico permite o avanço de Fundos de Investimento Estruturados [on line] 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp>>. Acesso em: 13 out. 2010;

OIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de. A autorregulação e o Mercado de Capitais. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007. p. 225-233;

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e Autorregulação no Brasil e a crise internacional [on line] 2009. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp>>. Acesso em: 17 abr. 2010;

VELLOSO, João Paulo dos Reis; ROCCA, Carlos Antonio (Org.). **O novo plano diretor do mercado de capitais**: enfrentando a crise com maturidade: os desafios da crise. Rio de

Janeiro: Campus, Elsevier 2009.