

# Auto-regulação dos serviços qualificados ao mercado de capitais

Recebido em : 08/06 Aprovado em : 07/12/06

Luiz Roberto Calado (Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado) – luiz.calado@anbid.com.br  
Ricardo Humberto Rocha (IBMEC) – humberrocha@labfin.com.br  
Rubens Famá (USP) – rfama@usp.br

## Resumo

*O tema do presente estudo, regulação, tem grande importância quando se refere ao mercado financeiro e de capitais, uma vez que este é um setor regido por relações de confiança entre os agentes. Neste sentido, uma crise nestas relações pode produzir danos irreversíveis ao mercado. Este estudo explora o aspecto da regulação patrocinada pelos próprios participantes de um mercado, ou seja, a auto-regulação, através da revisão da bibliografia existente sobre o tema e abordagem da iniciativa da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) no Código de Auto-regulação para o Serviço de Custódia Qualificada. Resultado da mais recente segregação de funções do Mercado de Capitais brasileiro, a prestação do serviço de Custódia, por um agente com estrutura independente dos demais participantes do mercado, quais sejam: fundos de pensão, seguradoras, corporações ou administradores de recursos de terceiros, ficou à margem da regulação, via entidades governamentais, desde 1989, data da publicação da Instrução CVM 88, deixando um espaço vazio para a auto-regulação. Como não existe um consenso sobre a definição das funções do custodiante, nas legislações e na literatura acadêmica, neste estudo foram também detalhadas suas funções, adotando-se uma definição que consolida as anteriores, assumindo a perspectiva do Código de Auto-Regulação.*

**Palavras-chave:** banco; regulação; serviço financeiro.

## Abstract

*Regulation, the topic of this paper, is a very important subject when it comes to the financial and capital market, once it is a sector ruled by reliance among the agents. In this sense, a trauma in such relationships could cause irreversible problems to the market. This study explores the regulation aspect sponsored by participants of a market niche themselves, that is, the self-regulation, by means of an existing bibliographical review on the topic and the initiative approach by the National Investment Banks Association (ANBID), in the Self-regulation Code for Qualified Custody Services. Resulting from the newest segregation of functions in the Brazilian Capital Market, the rendering of custody services by an agent more independent than others – may they be pension funds, insurance companies, corporations or third-party resource administrators – have been excluded from the regulation via governmental entities since 1989, when the CVM 88 instruction was published, leaving an empty space to the self-regulation practice. As there is no agreement on the definition of the custodian role found in the legislation and academic literature, this study detailed such role, adopting a definition that consolidates the previous ones, by assuming the Self-regulation Code perspective.*

**Keywords:** Bank; Regulation; Financial services.

## 1. INTRODUÇÃO

Stiglitz (2003), prêmio Nobel em Economia, identifica falhas e ineficiências do mercado, nas quais pesa, como um dos motivos, a falta de regulamentação em alguns setores. O autor salienta que falhas em setores da economia ao redor do mundo, se tornaram comuns, ocorrendo em grande escala e ocasionando onerosas conseqüências. A adoção de regulações mais efetivas é um dos possíveis caminhos para minimizar este risco.

A regulação pode ser entendida como um conjunto de contratos, regulamentos, leis e ações de fiscalização e supervisão que incentivam os agentes regulados a ajustarem seu comportamento consistente com objetivos sociais de estabilidade sistêmica (SOBREIRA, 2005). A função do auto-regulador envolve complementar ou substituir o monopólio da ação reguladora do poder governamental, por uma iniciativa patrocinada pelos próprios participantes dos mercados (SETUBAL, 2004).

A possibilidade de contágio, em caso de crise, faz com que a regulação tenha importância estratégica no ramo financeiro. Este risco, também conhecido como risco sistêmico, pode ser definido como a possibilidade de um contágio em outros participantes de um sistema, a partir de problemas de funcionamento, em uma das partes integrantes desse sistema (CARVALHO, 2005).

A intervenção do Banco Central no Banco Santos, em 12/11/2004, foi um exemplo recente da importância de se estabelecer mecanismos para a regulação e supervisão do mercado financeiro. Mesmo havendo sido detectada a possibilidade de quebra desta instituição, com antecedência, relatório da agência FITCH Ratings (2005) atesta que o “efeito santos” culminou na transferência de recursos de investidores institucionais de bancos pequenos para bancos de maior porte. Se houvesse concretizado a falência da instituição, o resultado poderia ter sido ainda pior.

Um mercado que reflete um custo de capital apropriado, é condição sine qua non para a utilização eficiente das fontes de poupança de um país (SOBREIRA, 2005). Por sua vez, o arcabouço institucional envolve as regulações existentes, sendo uma das variáveis explicativas do custo de capital de um país.

Verifica-se, no Brasil, a crescente importância da regulação, ainda que controversa. Nossas tradições latinas implicaram um estado demasiadamente paternalista, o que ocasionou a existência de intervenções do governo e a conseqüente regulação excessiva. No entanto, em alguns setores da economia existe o reconhecimento de que o governo não está apto, sozinho, a regulamentar e fiscalizar o conjunto de atividades desenvolvidas (SETUBAL, 2004). Desta forma, faz-se necessário, tendo em vista a complexidade e a diversidade cada vez maior das sociedades contemporâneas, que outros organismos atuem em auxílio à ação governamental, como instituições reguladoras e fiscalizadoras.

O tema ganha visibilidade, em função da atuação dos agentes auto-reguladores: Conselho de Auto-Regulamentação Publicitária (CONAR), Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) e da própria Associação Nacional de Bancos de Investimento (ANBID). A predominância de auto-reguladores voltados à indústria, retrata o fato já comentado, de que a dinâmica deste mercado faz com que exista um risco sistêmico, inexistente no ramo produtivo. Este fato contagia as expectativas dos agentes, gerando desconfiança em todo o setor bancário, como verificado em 2001, no incidente do prejuízo no fundo do Bank of America. Em contraponto, crises em empresas, em outros setores da economia, tendem a se manterem isolados na própria empresa responsável, como verificamos na concordata da Parmalat, em 2004.

Por último, para limitar o número de exemplos, é preciso considerar que pequenos investidores e consumidores de produtos financeiros são incentivados, diante da existência de agentes reguladores, a comportarem-se com maior confiança e credibilidade nas instituições reguladas (HADDAD, 2004). Uma regulação apropriada é fundamental, portanto para o fortalecimento e desenvolvimento do mercado financeiro.

Neste sentido, este artigo explorará a racionalidade da regulação neste setor, a partir da iniciativa mais recente da ANBID: o Código de Auto-regulação para o Serviço de Custódia Qualificada. Por tratar-se de “Custódia Qualificada”, cuja incorporação ocorreu recentemente ao mercado financeiro, serão também esclarecidos pormenores destas atividades.

## 2. RACIONALIDADE DA REGULAÇÃO

Muito se tem falado sobre a atividade de regulação de atividades econômicas e de mercados. Exemplos mais diversos podem ser encontrados na Inglaterra, EUA, França, Austrália, dentre outros países, como atesta Tanure (2004). O autor complementa que crises no setor bancário têm se tornado comuns e seus custos são amplamente conhecidos.

Os objetivos mais relevantes na regulação do mercado de capitais envolvem a minimização do risco sistêmico, garantia de que o ambiente do mercado é confiável e a proteção dos investidores, através da minimização da assimetria informacional entre os participantes do mercado (MOLL, 2002).

No ponto de vista de Dale (1996), a compreensão da racionalidade econômica, decorrente da regulação de sistemas financeiros envolve o entendimento de alguns elementos conceituais. Estes conceitos constituem uma base sólida de definições apropriadas do predominante padrão anglo-saxão e baseadas no tripé: regulação, fiscalização e supervisão.

O primeiro, refere-se ao estabelecimento de regras específicas de comportamento; o segundo, por sua vez, visa certificar de que estas regras estão sendo observadas e, por fim, a terceira definição está relacionada à verificação mais abrangente do comportamento operacional dos participantes.

Numa possível abordagem econômica, as agências reguladoras podem ser vistas como ofertantes de serviços de regulação, fiscalização e supervisão, para os stakeholders, isto é, demandantes participantes.

A regulação quando bem feita, assemelha-se a um produto com características de bem público (GARCIA, 2001), pois gera externalidades positivas ao ambiente de atuação e seu uso, por não se restringir a um único demandante, traz benefícios aos participantes do mercado em geral.

O mercado financeiro possui uma particularidade, visto que os serviços oferecidos por este setor da economia podem não seguir um processo de mercado livre, ao contrário da indústria de bens do setor produtivo (LLEMELLYN, 1986). Neste caso, a regulação possui um papel ainda mais importante, uma vez que a oferta deste serviço pode ser aceita compulsoriamente (GARCIA, 2001), como no caso do serviço de custódia qualificada para os Fundos de Pensão, cuja especificidade será alvo de maior detalhamento posterior.

Somado a isto, os investidores, especialmente os individuais, representam o elo mais fraco dentre os participantes do mercado (MEDEIROS, 1987). Requerem, conseqüentemente, certo grau de proteção. Não significa protegê-los de seus próprios erros, mas, sim, evitar abusos por parte das instituições financeiras.

A consolidação do ambiente de regulação, para o mercado financeiro brasileiro, desenvolveu-se tardiamente. A lei de mercado de capital data de 1965, enquanto a regulamentação dos fundos mútuos, 1970. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) propriamente dita, foi criada apenas em 1976, com a lei 6385. Na exposição de motivos que acompanharam estas leis (ANDREZZO, 2002), o principal era a necessidade de adequação do ambiente institucional, frente à oferta de recursos que adentravam o país.

Neste artigo, a legislação sobre custódia não será detalhada, por dois fatores: a legislação atual não é clara e existe uma grande probabilidade de que a mesma seja alterada.

A regulação, tem papel importante: custos excessivos decorrentes de uma regulação avessa ao risco podem inibir mercados, do mesmo modo que a oferta de regulação em quantidades inferiores ao socialmente desejado, é insuficiente à maximização do bem-estar da sociedade (CARVALHO, 2005). Mais importante que regular, é regular bem.

## 3. O PROCESSO DA AUTO-REGULAÇÃO

A busca da eficiência regulatória é uma das principais razões da auto-regulação, que ocorre quando participantes de um mesmo mercado unem esforços para estabelecerem padrões para suas operações (SETUBAL, 2004). No entanto, a observância destas regras tem caráter obrigatório somente para os participantes que aderiram aos Códigos de Auto-regulação, cujas normas pautam as esferas de competência das

entidades auto-reguladoras.

Os instrumentos da supervisão e regulação das instituições financeiras podem compreender regras, concernentes à retenção de ativos em carteira, exigências mínimas de capital em relação aos ativos, requisitos de disclosure, credenciamento e exames periódicos e mecanismos de proteção a aplicadores (MISHKIN, 1996).

Dentre eles, a ação eficaz da regulação, provida pelas autarquias governamentais pode implicar custos excessivamente altos, quando se busca aumentar a eficiência e a abrangência desta ação. Dois vetores fazem com que a auto-regulação tenha custos comparativamente inferiores e seja mais eficiente, quando patrocinada pelos próprios participantes: um conhecimento mais íntimo das atividades reguladas (SETUBAL, 2004) e a maior aceitação das normas (SOBREIRA, 2004).

Por um lado, uma entidade auto-reguladora, ao obter adesão dos participantes do mercado, está mais próxima das atividades que propõe regular, dispondo, portanto de maior sensibilidade e destreza, para avaliar as condições e normatizar, agindo com custos mais moderados e com um maior grau de previsibilidade dos efeitos de suas políticas. Conseqüentemente, ameniza-se a dissonância cognitiva entre os agentes, a qual ocorre sempre que demandantes de regulação não têm a adequada percepção do valor contido na informação gerada pela regulação. Com isso, diminui-se a frequência em que as normas se tornam ambíguas ou são interpretadas incorretamente.

Por outro lado, a elaboração e estabelecimento, pela própria comunidade, das normas que as disciplinam, faz com que aumente a sua aceitação, concomitante a uma maior responsabilidade no cumprimento, diminuindo a necessidade de intervenção do órgão regulador.

A auto-regulação do mercado financeiro e de capitais não é apenas uma questão de princípios, mas também uma questão legal, como dita o artigo 17, da lei 6385, de 1976, com a redação dada pela lei 9457, de 1997: “às bolsas de valores e às entidades do mercado de balcão organizado incumbe, como órgão auxiliares da CVM, fiscalizar os respectivos membros e operação nelas realizadas”. Estas práticas podem ser justificadas com um aumento da atividade regulatória, e amenização da centralização do poder de editar normas e fiscalizar seu cumprimento (SOBREIRA, 2004).

Um exemplo de experiência internacional bem sucedida é a National Association of Securities Dealers Regulation Inc. (NASD), braço regulatório da National Association Of Securities Dealers Automatic Quotations (NASDAQ). Esta entidade é bastante respeitada nos EUA, já havendo aplicado duras penalidades contra empresas e investidores, que transgrediram as regras estabelecidas por ela (GOODHART, 1998).

Um acontecimento recente elucida a rapidez de atuação do auto-regulador no mercado brasileiro: em junho de 2002, identificou-se que os critérios de marcação a mercado pelos administradores de fundos do *Bank of America* causaram prejuízos aos cotistas de alguns fundos de investimento. A título de comparação, em 8 de janeiro de 2003, foi firmado o termo de compromisso da ANBID com a citada instituição, objetivando sanar parte do dano causado ao mercado. Vale destacar que a atuação da CVM, neste caso, ocorreu somente em outubro de 2004.

Sobre regulação e auto-regulação, muito se tem dito a respeito do incentivo à transparência das informações. A configuração da assimetria informacional, ou seja, presença de agentes com conteúdo informacional não homogêneo, explica porque há o enfoque da regulação na teoria econômica das informações.

Como exemplo deste enfoque das entidades auto-reguladoras, podemos mencionar as seguintes iniciativas: Códigos de Auto-regulação da ANBID, para a Indústria de Fundos de Investimentos e para as Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários; o Código de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e as implementações de níveis diferenciados de listagem, na BOVESPA, para empresas com práticas mais elevadas de governança.

Uma abordagem bastante defendida, sob a perspectiva de Setubal (2004), rege que a regulação do mercado deve fornecer o arcabouço básico, dentro do qual se dá o relacionamento entre os diversos participantes, regulando o que podemos denominar macro-ambiente. À auto-regulação, cabe normatizar por menores do processo ou o micro-ambiente, visto que neste palco, os próprios participantes do mercado são os mais capacitados a interagir, discutir e propor as melhores práticas.

Um exemplo de setor da economia ou ramo do setor bancário, que estava à margem da regulação é o Serviço de Custódia Qualificada. A legislação atual, Instrução CVM 88, de 1989, deixou um espaço vago para a auto-regulação.

Por fim, cabe atentar-se para o fato de que a auto-regulação não deve ser vista como a resposta para todos os problemas enfrentados pela indústria. Da mesma forma, não há um modelo padrão de auto-regulação para ser replicado em quaisquer setores. A escolha de um modelo de auto-regulação apropriado deve levar em consideração a natureza da indústria a que se propõe regular, bem como os principais riscos para os stakeholders envolvidos.

## 4. A INDÚSTRIA DE CUSTÓDIA QUALIFICADA

O resultado da mais recente segregação de funções do Mercado de Capitais brasileiro é a prestação do serviço de Custódia, por um agente, com estrutura independente dos demais participantes do mercado, quais sejam: fundos de pensão, seguradoras, corporações ou administradores de recursos de terceiros.

Isto significa uma separação entre o processamento das operações das carteiras e fundos de investimentos e o gerenciamento propriamente dito. Desta maneira, os prestadores desses serviços, Custodiantes e Gestores de Recursos, concentram-se em seus negócios básicos, colaborando para que sejam evitadas fraudes nas operações efetuadas no âmbito do mercado financeiro e de capitais.

A existência de intermediários entre a tomada de decisão e a execução desta ação, possibilita maior segurança para os investidores, que podem se utilizar de diferentes gestores de bens para suas carteiras e um único agente de custódia, controlando e consolidando a carteira. Isto centraliza a precificação dos ativos e conseqüentemente melhora a comparabilidade dos desempenhos dos gestores, via relatórios consolidados.

Vale notar que, mesmo antes da entrada em vigor da legislação que obrigou os fundos de pensão a contratarem Custodiantes para seus ativos, em carteira própria (Resolução do Banco Central, número 2.829, de 30 de março de 2001), muitos gestores de fundos de pensão e mesmo de fundos de investimentos, não vinculados ao setor previdenciário, utilizavam serviço de custódia terceirizada, em busca da terceirização do processamento das transações relacionadas aos fundos mútuos gerenciados por eles a fim de reduzir custos operacionais, através do ganho de escala.

Apesar da legislação brasileira exigir a presença do custodiante, não são estabelecidas claramente as extensões de suas funções e responsabilidades, na instrução da CVM 89. Neste sentido, o Código de Auto-regulação da ANBID exerce um papel fundamental na definição da atividade de Custódia Qualificada, pautando-a no tripé associado aos ativos: (i) liquidação física e financeira, (ii) guarda; e (iii) administração e informação de eventos.

Com a profissionalização deste mercado, os próprios participantes se articularam a fim de criar um patamar mínimo de regras, que lhes possibilitassem o desempenho das suas funções, com o maior grau de segurança e o menor risco para o setor. Este é o tema das próximas seções deste artigo.

## 5. AUTO-REGULAÇÃO DA ANBID PARA O SERVIÇO DE CUSTÓDIA QUALIFICADA

O processo de auto-regulação na ANBID tem legitimidade, através do caráter obrigatório da observância dos princípios e regras de cada Código, para as instituições filiadas à ANBID, bem como às Instituições que aderirem ao Código. Estas instituições são denominadas Instituições Participantes.

A proposta dos Códigos de Auto-regulação é estabelecer parâmetros, para a realização das atividades auto-reguladas, mais elevados que os exigidos pela legislação vigente. Os Códigos definem suas diretrizes básicas, segundo os seguintes princípios: (i) propiciar transparência; (ii) promover a padronização de práti-

cas e processos do mercado; (iii) promover a credibilidade e o adequado funcionamento do mercado; (iv) manter os mais elevados padrões éticos e consagrar a institucionalização das práticas equitativas no mercado.

É importante ressaltar que o termo “Custódia Qualificada” refere-se à custódia auto-regulada. O Código distingue o serviço, classificando-o como a prestação de serviço de custódia, por Instituição autorizada pela CVM, de forma profissional e habitual, passível de ser oferecido independente de outros serviços prestados pela instituição. Portanto, esta definição exclui o serviço de custódia aceito passivamente, por exemplo, quando um fundo de pensão contrata uma administradora de recursos de terceiros, cuja custódia é realizada pela própria instituição.

Conforme dito anteriormente, o escopo do serviço de custódia qualificada compreende a liquidação física e financeira dos ativos, sua guarda, bem como a administração e informação de proventos associados a esses ativos.

Estas definições são pormenorizadas, de maneira a estabelecer claramente as etapas de cada atividade do custodiante qualificado. A liquidação, por exemplo, consiste em: a) validar informações de operações recebidas do cliente, contra as informações recebidas da instituição intermediária das operações; b) informar às partes envolvidas de divergências, que impeçam a liquidação das operações; c) liquidar física e/ ou financeira, em tempo hábil, em conformidade com as normas das diferentes câmaras e sistemas de liquidação.

O Código detalha ainda que o processo de liquidação divide-se em:

- I) pré-liquidação, que consiste no conjunto de procedimentos preliminares, adotados para garantir a liquidação física e/ ou financeira de operações com ativos de clientes, sob a responsabilidade do custodiante, que envolve: a) validação das operações com a instituição intermediária; b) análise e verificação do mandato das pessoas autorizadas, quando aplicável; c) checagem da posição física em custódia, quando aplicável; d) verificação da disponibilidade de recursos do cliente;
- II) efetivação, que consiste na liquidação física e/ ou financeira, mediante o recebimento ou entrega de valores e/ ou ativos de titularidade do cliente e;
- III) emissão, conforme estipulado contratualmente, de documentos que reflitam: a) estoque de ativos financeiros; b) movimentação física e financeira; c) recolhimento de taxas e impostos.

A guarda de ativos, por sua vez, consiste em: (i) controlar os ativos de titularidade do cliente, em meio físico ou escritural, junto às câmaras e sistemas de liquidação; (ii) conciliar posições mantidas em meio físico ou registradas junto às câmaras e sistemas de liquidação e instituições intermediárias autorizadas, perante os controles internos do custodiante; e (iii) responsabilidade pelas movimentações dos ativos mantidos em meio físico ou depositados nas câmaras e sistemas de liquidação, bem como pela informação ao cliente acerca dessas movimentações. Caso não haja movimentações, o custodiante deverá remeter ou disponibilizar, ao cliente, demonstrativo de posição, no mínimo mensalmente ou sempre que solicitado.

Por fim, a administração de proventos baseia-se em: (i) monitorar continuamente as informações relativas aos proventos deliberados pelos emissores e assegurar a sua pronta informação ao cliente; e (ii) receber e repassar ao cliente os proventos de natureza física ou financeira, relacionados aos ativos em custódia.

Além da preocupação em esclarecer conceitos relacionados à atividade de Custódia Qualificada, o Código estabelece padrões mínimos a serem respeitados pelos prestadores deste serviço.

## 6. CONSIDERAÇÕES SOBRE A AUTO-REGULAÇÃO PARA O SERVIÇO DE CUSTÓDIA QUALIFICADA

Algumas circunstâncias fizeram com que a auto-regulação se estabelecesse como a melhor solução para a indústria de Custódia Qualificada. Em primeiro lugar, a legislação oficial remonta à década de 80 (Instrução CVM 89), portanto desatualizada e insuficiente frente aos novos desafios incorporados pela

dinâmica do setor.

Em segundo lugar, ao custodiante se reserva um importante papel na cadeia financeira, uma vez que toda operação realizada depende do Custodiante, o qual gerencia a liquidação das operações nas câmaras de liquidação, bem como é responsável pela guarda dos ativos. Uma falha deste participante pode levar a uma crise no mercado.

Posto isso, a própria indústria de custódia qualificada, em função das especificidades detalhadas acima, era o participante que detinha o maior grau de conhecimento desta função e, portanto, estava apto a selecionar padrões mínimos que possibilitassem o adequado desempenho da atividade.

Um ponto central, nesta discussão, é a perspectiva de custos envolvida com a regulação (GOODHART, 1998), os quais, em última instância, refletem-se nos preços dos serviços financeiros. Se a regulação é excessiva ou focada em objetivos inapropriados, custos que poderiam ser prevenidos, são impostos à sociedade. Nesta questão, as normas do Código minimizam o impacto dos custos, ao mesmo tempo em que não engessam o modus operandi das instituições. Um exemplo são as diretrizes da auto-regulação sobre Código de Ética e Manual de Normas Internas, as quais não entram no mérito de especificar o conteúdo destes documentos.

Por fim, vale destacar que o grau de confiança nas interações entre os agentes econômicos no Brasil é baixo (HADDAD, 2004). O mencionado autor comenta que a justiça lenta e inoperante é um fator que conspira para criar um ambiente de ceticismo e desconfiança e defende que sejam realizadas reformas institucionais, visando tornar a justiça mais acessível e eficaz. Portanto, é preciso desenvolver mecanismos que fomentem relações de reciprocidade e confiança no Brasil, o que poderia ser atingido, de modo dinâmico e efetivado com rapidez, se partirem de entidades auto-reguladoras do mercado.

## 7. OBSERVAÇÕES FINAIS

A questão-chave que se impõe, refere-se à capacidade ou incapacidade do Estado monopolizar a regulação do mercado financeiro, sobretudo se considerarmos o dinamismo e a complexidade crescente dos serviços financeiros. A busca pela eficiência regulatória conduziu as instituições financeiras à auto-regulação, como pôde ser observado, a partir da Auto-regulação para o Serviço de Custódia Qualificada.

Somado às já bem sucedidas experiências no mercado brasileiro, no âmbito global, a OCDE - *Organization for Economic Co-operation and Development* (2004) também tem promovido a auto-regulação como uma alternativa legítima à regulamentação formal. Neste sentido, países, como Austrália, Canadá e Reino Unido possuem uma postura mais ativa no desenvolvimento de padrões auto-regulatórios (OCDE, 2004).

As vantagens dos processos de auto-regulação poderiam ser aplicadas em outros ramos do segmento financeiro. Existe espaço para atuação de auto-reguladores no ramo de seguros e no âmbito das agências de rating, por exemplo. Inclusive, neste último setor, vale mencionar o esforço da IOSCO - *International Organization of Securities Commissions* (2004), a reunião de todas as CVMs do mundo, no sentido de estimular a criação de um código de conduta para as agências de rating. Este pode ser considerado o primeiro passo para uma regulação mais efetiva deste setor.

Um tema que vem ganhando importância relaciona-se às indagações iniciais sobre o papel do auto-regulador, vis a vis o papel do regulador. Vale sublinhar que as recentes Instruções Normativas da CVM, números 400 e 409, respectivamente relacionadas às ofertas públicas de valores mobiliários e à indústria de fundos de investimentos, incorporaram, sobremaneira, os preceitos estabelecidos nos respectivos Códigos de Auto-regulação da ANBID. Por um lado, este fenômeno comprova a adequação daqueles princípios às melhores práticas do mercado; por outro, atesta a capacidade da ANBID em regular o mercado.

Uma crítica a busca pela eficiência regulatória (BENSTON, 1998; KANE, 2000) orienta que em uma mão deve-se uniformizar as características dos produtos e serviços ofertados pelas instituições, mas propiciando o aparecimento das inovações financeiras; em outra, evite-se estabelecer barreiras à entrada no

mercado, possibilitando a entrada de novos ofertantes de serviços e favorecendo o estabelecimento de um sistema de concorrência saudável no setor.

Parece racional supor que o investidor externo estude o arcabouço institucional de um país, antes de investir. Neste cenário, deficiências regulatórias colaboram para o esvaziamento de mercados inteiros, uma vez que existe mobilidade de capitais internacionais. Sendo assim, é necessário patrocinar iniciativas no âmbito da auto-regulação ou mesmo da regulação, para favorecer a criação de um ambiente institucional, que perpetue relações positivas de confiança entre os diversos agentes.

Dada a perspectiva teórica e os elementos apresentados, cabe ao menos uma advertência: o dinamismo do mercado financeiro e de capitais cria e repõe novas formas de organização e novos produtos. Isto implica a necessidade de atualizar as regulamentações constantemente, impondo regularmente novos desafios aos órgãos reguladores e auto-reguladores.

## 8. REFERÊNCIAS

ANDREZZO, A; LIMA, I. **Mercado Financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2ª.ed. São Paulo: Pioneira, 2002.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO. **Código de Auto-regulação ANBID para o Serviço de Custódia Qualificada**. São Paulo: Full Quality, 2004. Disponível em: <[http://novosite.anbid.com.br/auto\\_regulacao\\_downloads/custodia\\_qualificada/codigo\\_custodia\\_q.zip](http://novosite.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/custodia_qualificada/codigo_custodia_q.zip)>. Acesso em: 03 abr 2005.

\_\_\_\_\_. **Código de Auto-regulação ANBID para a Indústria de Fundos de Investimento**. 2ª. ed, São Paulo: Full Quality, 2004. Disponível em: <[http://wwwhm.anbid.com.br/auto\\_regulacao\\_downloads/novo\\_codigo\\_fundos.zip](http://wwwhm.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/novo_codigo_fundos.zip)>. Acesso em 03/04/2005.

\_\_\_\_\_. **Código de Auto-regulação ANBID para Ofertas Públicas de Títulos e Valores Mobiliários**. 2ª. ed, São Paulo: Full Quality, 2004. Disponível em: <[http://novosite.anbid.com.br/auto\\_regulacao\\_downloads/mercado\\_capitais/novo\\_codigo\\_mc.zip](http://novosite.anbid.com.br/auto_regulacao_downloads/mercado_capitais/novo_codigo_mc.zip)>. Acesso em: 03/04/2005.

BENSTON, G. Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals, **Hobart Paper**, n. 135. Londres: Institute of Economic Affairs, 1998.

CARVALHO, F. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos da Basileia. In: SOBREIRA, R. **Regulação Financeira e Bancária**. 1ª. ed, São Paulo: Atlas, 2005

DALE, R. Regulating the New Financial Markets, in: EDEY, M. (ed.) **The future of the Financial System**, Sidnei: Reserve Bank of Austrália, 1996.

\_\_\_\_\_. **Risk and regulation in global securities markets**. 2ª.ed, New York: John Wiley & Sons, 1996.

GARCIA, R. Os fundamentos econômicos para uma teoria de regulação em mercado de capitais em processo de globalização, **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, 2001. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/fundamentos.pdf>>. Acesso em: 03 abr 2005.

GOODHART, C.; HARTMANN, P.; LLEWELLYN, D. **Financial regulation: Why, How and Where now?** Londres: Routledge e Banco da Inglaterra, 1998.

GONÇALVES, R.; BAUMMAN, B.; PRADO, L. **A nova economia internacional; uma perspectiva brasileira**. 1ª. ed, Rio de Janeiro: Campus, 1998.

GREENSPAN, A. **The role of capital in optimal banking supervision and regulation**. **Economic Policy Review**, Nova Iorque, 1998. Disponível em <<http://www.newyorkfed.org/research/epr/98v04n3/9810gree.pdf>>. Acesso em: 03 abr 2005.

HADDAD, C. Desenvolvimento e confiança, **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 3,4 e 5 de dezembro, 2004. Caderno Finanças. p.3.

- INTERNACIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS – IOSCO. **Model for Effective Self-Regulation** [S.I.:n.i.], 2004. Disponível em <[http://www.iosco.org/library/annual\\_conferences/pdf/ac14-25.pdf](http://www.iosco.org/library/annual_conferences/pdf/ac14-25.pdf)>. Acessado em: 03 abr 05.
- KANE, E. Ethical Foundation of Financial Regulation, **Journal of Financial Services Research**, Vol. 12, no. 1, Agosto 2000. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w6020.pdf>>. Acesso em: 03 abr 2005.
- KISTLER, H. A caminho de um regulador único para o sistema financeiro? **Revista da CVM**, Maio, 2000. Disponível em [http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Art\\_300.asp](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Art_300.asp)>. Acesso em: 03 abr 2005.
- LLEWELLYN, D. **The Regulation and Supervision of Financial Institutions**. 1ª. ed. London: Hyperion Books, 1986.
- \_\_\_\_\_. **The economic rationale for financial regulation**, 1ª. ed, London: Hyperion Books, 1996.
- MISHKIN, F. **The economics of money, banking and financial markets**. 5ª. ed, Nova Iorque: Addison-Wesley, 1996.
- MEDEIROS, P. **O que é o mercado de ações**. 3ª. ed, Rio de Janeiro: [n.d.] 1987. (Coleção Bolsa de Valores)
- MOLL, L. **Agências de Regulação do Mercado**. 1ª. ed, Porto Alegre: UFRGS, 2002
- ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. Government capacity to assure high quality regulation: **Reviews of Regulatory Reform**, [S.I.:s.n.], 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/revista/arquivos/fundamentos.pdf>>. Acesso em: 03 abr 2005.
- SETUBAL, A. Auto-regulação: A experiência da ANBID. In: **Congresso Nacional de Seguradores da FUNANSEG**, 2, São Paulo, 2004.
- STIGLITZ, J. **Os Exuberantes Anos 90**. Ed. 1ª, São Paulo: Companhia das Letras, 2003.
- SOBREIRA, R. **Regulação Financeira e Bancária**. 1ª. ed, São Paulo: Atlas, 2005.
- TANURE, F. A nova função reguladora da CVM. **Revista Ibero-Americana de Direito Público**, 1ª. ed, São Paulo: América Jurídica, 2004.
- VALOR ECONÔMICO. Fitch cita queda de 25,6% em captações por crise do Banco Santos. **Valor Econômico**, São Paulo, 13/04/05. Caderno Finanças. p.4.