

RDiet, Brasília, V. 10, nº2, p. 231 – 263, Jul-Dez, 2015

**INTERNALIZAÇÃO DOS PADRÕES REGULATÓRIOS INTERNACIONAIS NO BRASIL: O
CASO IOSCO***

INTERNALISING REGULATORY INTERNATIONAL STANDARDS IN BRAZIL: The IOSCO
CASE

Viviane Muller Prado**

Nora Rachman***

Alexandre R Coelho****

RESUMO: Este trabalho trata da influência que as recomendações internacionais surtem no processo de regulação levado a cabo pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, entidade brasileira responsável pela regulação do mercado de capitais. Para tanto, escolheu-se a *IOSCO - International Organization of Securities Commissions*, instituição responsável pelo estabelecimento de princípios e padrões regulatórios no âmbito internacional. Além de identificar a inspiração que leva à inovação regulatória, a partir de informações constantes nos documentos da CVM, este trabalho também indica a forma pela qual a CVM se apropria do debate internacional. Com isto, é possível verificar se e como o Brasil participa do fenômeno da mudança no espaço regulatório, com transferência (ainda que não formal) do poder regulatório do nível nacional para o transnacional. A análise permite chegar a algumas confirmações. Na busca pela melhora

* * Artigo recebido em: 09/07/2015

Artigo aceito em: 29/11/2015

** Doutora em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo (2004). Professora da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (Direito GV). Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Empresarial, atuando principalmente nos temas relacionados com direito societário e direito do mercado de valores mobiliários. **E-mail: viviane.prado@fgv.br**

*** Doutora em Relações Internacionais pela Universidade de São Paulo (2013). Pesquisadora de pós-doutorado na Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (Direito GV), vinculada ao Núcleo de Estudos em Mercados e Investimentos. Professora da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Tem interesse em Padrões internacionais de regulação do mercado de capitais e sua influência no Brasil. E-mail: **nora.rachman@fgv.br**

**** Professor-autor do curso de direito do mercado de capitais e câmbio da Fundação Getúlio Vargas (FGV Online) e consultor jurídico com expertise em mercados financeiros. Participa de estudos envolvendo direito e desenvolvimento na Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas em São Paulo (FGV). Mestre em direito dos negócios e desenvolvimento econômico pela FGV, com especializações em direito dos negócios pela PUC-SP, direito do mercado de capitais pela USP e com pós-graduações em organizações e relações internacionais pela Universidade Harvard. **E-mail: alexandre.coelho@gvmail.br**

do quadro regulatório, a CVM tem encontrado inspiração em padrões internacionais para temas relevantes, mas sua adoção não tem ocorrido de forma linear. Ademais, pode-se afirmar que existe uma linha tênue ao tentar-se decidir se deve-se ou não atender a padrões internacionais. Tal decisão implica em uma análise e balanço dos interesses do mercado doméstico, além dos custos de adaptações com o regime jurídico interno, além da necessidade de justificar eventual desalinhamento. Este resultado surge das mesmas forças que diversas vezes levam à internacionalização dos padrões IOSCO: reputação de mercado e a previsibilidade das regras.

Palavras-chave: regulação financeira, globalização, direito transnacional, cooperação internacional, mercados de capitais, redes governamentais

ABSTRACT: This paper aims to analyse the influence of the IOSCO transnational principles on the regulatory process carried out by the Brazilian Securities Commission - CVM. The research findings suggest that (i) CVM's regulatory innovation is inspired on the IOSCO standards for relevant themes; (ii) the internalization of the transnational principles into Brazilian regulation has followed different paths; (iii) in the process of internalizing IOSCO recommendations, in a certain way (though not formally evidenced), the CVM has participated in the change of the regulatory space, transforming the transnational recommendation into a national rule. To meet international standards, an assessment of the interests of the domestic market is needed, in addition to adjustments of costs with the domestic legal system, as well as the need to justify any misalignment. These findings have considered the same forces that repeatedly lead to the internationalization of IOSCO standards: market reputation and predictability of rules.

Keywords: financial regulation, globalization, transnational law, international cooperation, capital markets, governmental networks

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho pretende verificar qual a influência que as recomendações internacionais surtem no processo de regulação levado a cabo pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, entidade brasileira responsável pela regulação do mercado de capitais. Para tanto, escolheu-se a *IOSCO - International Organization of Securities Commissions*, instituição internacional responsável pelo estabelecimento de princípios e padrões regulatórios em mercados de capitais.

A IOSCO congrega órgãos reguladores e fiscalizadores de mais de 110 países, os quais representam, atualmente, a quase totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários mundial.¹ O fato de ser precipuamente um organismo integrado por comissões de valores ou outros órgãos estatais responsáveis pela regulação do mercado de valores tipifica a IOSCO dentre os fenômenos conhecidos como redes governamentais (*government networks*).

A tarefa de transpor padrões e recomendações da IOSCO para o nível doméstico depende do arcabouço legal existente na jurisdição onde eles serão adotados, em especial das regras e princípios constitucionais vigentes. Depende, ainda, do nível de internacionalização e desenvolvimento do mercado. Tendo essas variáveis em seu horizonte, a CVM tem optado por implementar alguns princípios e padrões da IOSCO.

Não se pretende aqui discutir quais são as causas que levam à internalização das recomendações da IOSCO na regulação brasileira do mercado de capitais. Este tipo de discussão envolveria uma análise mais profunda dos interesses protegidos, da movimentação e participação das partes interessadas (*stakeholders*) durante os

¹ *IOSCO Fact Sheet April 2015, page 2*. Disponível em <https://www.iosco.org/about/pdf/IOSCO-Fact-Sheet.pdf>. Acesso em 26 de agosto 2015.

processos de audiência pública que transcorrem antes da entrada em vigor das regras domésticas. Em vez disso, o objetivo deste estudo é identificar a preocupação da CVM em citar e recorrer a este ambiente internacional antes de tomar decisões regulatórias no âmbito doméstico.

Daí decorre que o discurso internacional importa. O Brasil participa do encontro de tecnocratas, por meio desse fórum de discussão internacional, inclusive fazendo parte de Comitês e órgãos decisórios relevantes, bem como de grupos de trabalho mantidos pela rede governamental. Ao mesmo tempo, vislumbra-se a entrada de padrões recomendados pela IOSCO no Brasil.

Além de identificar a inspiração que leva à inovação regulatória, a partir de dados facilmente identificados nos documentos da CVM, este trabalho também busca indicar a forma pela qual a CVM se apropria do debate internacional. Com isto, é possível verificar se e como o Brasil participa do fenômeno da mudança no espaço regulatório, com transferência (ainda que não formal) do poder regulatório do nível nacional para o transnacional.²

O trabalho está organizado da seguinte forma. Depois desta introdução, faz-se uma breve revisão da literatura sobre as redes governamentais e descreve-se a participação da CVM na IOSCO. Em seguida, para demonstrar a influência dos padrões regulatórios internacionais na atividade regulatória da CVM, é feita uma descrição de referências de recomendações oriundas da IOSCO no ambiente regulatório brasileiro.

2 A afirmação da mudança no espaço regulatório, tanto em nível doméstico quanto internacional, com transferência do público para o privado e do nacional para o transnacional, é feita por Fabrizio Cafaggi (Cf. CAFAGGI, Fabrizio. *The Architecture of Transnational Private Regulation*, EUI Working Papers, Law 2011/12, Department of Law. Disponível em <http://cadmus.eui.eu/handle/1814/18256>. Acesso em 19 de julho de 2013). A ideia também é apresentada em outro texto do mesmo autor (CAFAGGI, Fabrizio. *New Foundation of Transnational Private Regulation*, EUI Working Papers, Robert Schuman Center for Advanced Studies. Private Regulation Series – 04. Disponível em http://privateregulation.eu/wp-content/uploads/2010/12/RSCAS_2010_53.final.pdf. Acesso em 19 de julho de 2013).

Nossa análise permite confirmar que, de um lado, a CVM participa dos foros da IOSCO, fazendo parte desta rede governamental. Por outro lado, na busca da melhora do quadro regulatório, a CVM tem encontrado inspiração em padrões internacionais para temas relevantes, ao considerar os padrões da IOSCO como desejáveis e compatíveis com nosso arcabouço jurídico doméstico.

2. REDES GOVERNAMENTAIS

O interesse pela participação das autoridades reguladoras dos mercados de capitais como membros participantes da IOSCO é decorrência do movimento de globalização desses mercados. Com efeito, importa saber que essas autoridades, efetivamente, são as mesmas que tomam as decisões regulatórias nos respectivos mercados domésticos, e que, em situações e momentos específicos, se deparam com suas contrapartes estrangeiras, quando os atores locais ou determinadas operações de mercado ultrapassam as fronteiras nacionais.

A adoção de modelos de regulação e o seu caminho para defini-los, portanto, não se trata mais de uma opção dos agentes reguladores estatais, que se reúnem para discutir temas a eles comuns, mas decorre de uma situação fática inerente ao mundo globalizado. É justamente nesse panorama que encontram espaço as chamadas redes governamentais, nas quais se insere a IOSCO, e sobre as quais teceremos, em seguida, breves considerações.

2.1. Histórico

Conforme definição de SLAUGHTER,³ as redes de governos ou redes governamentais são aquelas em que autoridades governamentais se encontram, em bases regulares, com seus pares de diferentes fronteiras e jurisdições. O objetivo desse encontro inclui o intercâmbio e a apropriação de informações, bem como atividades de coordenação e de adoção de políticas para enfrentar problemas comuns numa escala global. A ação coordenada das redes de autoridades governamentais de distintos países permite o fechamento de lacunas existentes entre jurisdições estatais.

O formato de redes governamentais se espalhou pelo mundo, e, particularmente no que concerne a matérias financeiras e econômicas, tem sido uma ferramenta interessante para enfrentar problemas globais sem recorrer-se à estrutura tão combatida e dificultosa que representaria um governo ou autoridade global.

2.2. Características

SLAUGHTER aponta para a existência de redes governamentais horizontais, assim chamadas pois desempenham suas atividades entre reguladores do mesmo nível hierárquico dentro de suas estruturas nacionais, sem maiores poderes coercitivos.⁴ A IOSCO insere-se como um exemplo de fórum de discussão internacional que possui esse tipo de caracterização. A referida autora também enquadra a IOSCO na categoria de redes informacionais, em que a troca de informações leva a resultados comuns de padrões regulatórios destilados como “melhores práticas”.⁵

3 SLAUGHTER, Anne-Marie, *The Power and Legitimacy of Government Networks*, in *The Partnership Principle, New Forms of Governance in the 21st Century*. London: Archetype Publications, 2004.

4 SLAUGHTER, Anne-Marie, *Idem*.

5 SLAUGHTER, Anne-Marie, *A New World Order*, Princeton: Princeton University Press, 2004., p. 53-54

Adicionalmente, temos que as redes governamentais são necessariamente informais, o que significa que não possuem um *status* reconhecido em matéria de direito internacional, e, por outro lado, o seu formato permite aos seus participantes desenvolver fontes de relacionamentos com um senso comunitário maior, enfatizando uma coordenação internacional maior, por meio de negociações e processos de conhecimento entre pares, e cultivando pactos de fidelidade, com um aumento da conectividade entre reguladores.⁶ Embora possam ter se estabelecido legalmente como organizações internacionais (como é o caso da IOSCO), não assumem o papel de organizações intergovernamentais, criadas por meio de tratados internacionais e nas quais participam unicamente Estados-nação. Isto significa, na prática, que às instituições governamentais que participam da organização (as autoridades reguladoras de mercado) não se lhes impõem obrigações ou deveres específicos com base no direito internacional, e nem são elas sujeitos de direitos em razão de sua participação na rede governamental, atribuindo-se-lhes mais do que tudo um fator reputacional.

A vantagem de se obter cooperação por meio de redes governamentais é apontada por RAUSTIALA,⁷ em especial no sentido de se tratar de um foro de discussão técnico, ao mesmo tempo flexível, que permite adaptações e busca inovações na regulação doméstica, promovendo uniformidade sem maiores inferências políticas, além de possibilitar aos países menos desenvolvidos o cumprimento de padrões

6 BRUMMER, Chris, **Soft Law and the global financial System**, Cambridge: Cambridge University Press, 2012, p. 66-67.

7 RAUSTIALA, Kal. The Architecture of International Cooperation: Transgovernmental Networks and the Future of International Law. Virginia Journal of International Law Association, vol 43, 2002, p. 7, 9 e 24.

internacionais, por meio de programas de assistência técnica e treinamentos específicos (*capacity building process*, ainda na expressão de SLAUGHTER).⁸

A implementação das iniciativas da IOSCO tem se dado de forma voluntária e sem imposições. Isto ocorre, por um lado, pelo fato da IOSCO assumir o formato de rede horizontal, como descrito por SLAUGHTER,⁹ mas especialmente em razão das iniciativas dela oriundas adotarem um formato que atenua seu impacto, como é o caso dos códigos de melhores práticas, legislação-modelo ou conjunto de princípios.

O esforço para a convergência das regras e recomendações emitidas pela IOSCO, de fato, acaba sendo muito menor, em função da flexibilidade de implementação dos padrões formulados por meio da rede.¹⁰ Entretanto, releva notar que existem situações em que, para implementação dos padrões da IOSCO, as autoridades reguladoras precisarão, se não tiverem competência legal suficiente, observar alguns trâmites políticos e burocráticos domésticos. Isso significa que podem ser necessárias, em alguns países, modificações ou ratificações legislativas específicas, ou ainda, que as autoridades reguladoras dependerão de processos de cooperação com outros órgãos governamentais ou agentes privados domésticos.

2.3. Efetividade e legitimidade das recomendações editadas na IOSCO

8 SLAUGHTER, Anne-Marie, **A New World Order**, p. 57-58

9 SLAUGHTER, Anne-Marie, The Power and Legitimacy of Government Networks, in **The Partnership Principle, New Forms of Governance in the 21st Century**. London: Archetype Publications, 2004. Ver nota de rodapé 4 supra.

10 HELLEINER, Eric e Tony Porter. 2009. Making Transnational Networks More Accountable, in Sara Burke (Ed.), **Re-Defining the Global Economy**. New York: Friedrich Ebert Stiftung Occasional Paper No. 42, p. 20.

Para fechar este panorama das redes, torna-se necessário verificar se o encontro de autoridades reguladoras governamentais por meio de uma organização internacional, como a IOSCO, tem sido um processo efetivo e legítimo com relação às regras daí emanadas.

ANDERSON,¹¹ ao analisar o trabalho de SLAUGHTER sobre as redes governamentais, indica que não haveria como saber se essas redes estão de fato resolvendo problemas ou apenas falando sobre problemas, escrevendo relatórios, sugerindo padrões, fazendo reuniões, socializando etc. A respeito, questiona os resultados (qualitativos e quantitativos) apresentados pelas redes governamentais.

Segundo SLAUGHTER, a contribuição das redes para a ordem mundial é relevante o suficiente e ocorreria por três formas:

1ª) ao promover convergências entre países e permitir que uma instituição governamental que participa da rede (ou até mesmo o Governo como um todo) possa divergir de posições ou padrões prevalecentes na rede por razões históricas, políticas ou culturais,

2ª) ao melhorar o cumprimento de tratados ou regras internacionais e

3ª) ao aumentar a cooperação internacional, transferindo-se experiências regulatórias domésticas bem sucedidas para a arena internacional.¹²

Todas essas constatações são perfeitamente aplicáveis à IOSCO, que tem encontrado enormes desafios em razão da complexidade e incertezas inerentes ao sistema financeiro, em que as interconexões entre os participantes funcionam de forma

11 ANDERSON, Kenneth. **Squaring the Circle? Reconciling Sovereignty and Global Governance Through Global Government Networks** (Review of Anne-Marie Slaughter, *a New World Order*). Harvard Law Review, Vol. 118, January 2005, p. 1276.

12 SLAUGHTER, Anne-Marie. **A New World Order**, p. 24.

tão veloz. Nesse ambiente, o modelo de intercâmbio de informação, troca coletiva de ideias, opiniões e experiências entre reguladores em contextos diferenciados tem valor inestimável.

2.4. O que leva as autoridades reguladoras a optar pelo padrão IOSCO?

Neste tópico, vale apontar que as instituições financeiras internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, há tempos inseriram nas suas listas de verificação a conformidade pelos estados ao cumprimento de padrões aprovados pelas redes governamentais. Tal postura serve como um sinal claro aos atores de mercado de que estar em conformidade com certos padrões é crítico para o desenvolvimento e para a estabilidade financeira. Assim, além da influência direta das redes, também conhecidas como fóruns de discussão internacionais, como é o caso da IOSCO, existe outra influência de destaque, aquela levada a cabo pelas instituições financeiras internacionais, e que se dá por meio de dois canais: diretamente, por meio de condicionamento aos empréstimos dados a países, e indiretamente, ao sinalizar a importância de adoção de certos padrões regulatórios aos atores de mercado.¹³

O fator reputacional também está associado à IOSCO, na medida em que essa rede governamental representaria uma influência “isenta” e independente de pressões bilaterais específicas. Dito de outra forma, os países periféricos sentiriam-se mais confortáveis em adotar políticas propostas pelas redes do que por países específicos, ainda que decorrentes de pressões indiretamente vindas destes.

13 SINGER, David Andrew. 2007. *Regulating Capital: Setting Standards for the International Financial System*. Ithaca: Cornell University Press, p. 126

Dessa forma, a dinâmica dos fóruns de discussão e o reconhecimento do resultado por eles produzido são fatores importantes que parecem de alguma forma impulsionar a implementação doméstica dos padrões e recomendações por eles formulados. Mas antes de chegar nesse ponto, cabe investigar como o regulador brasileiro, a CVM, se apropria desse fator reputacional, apresentando de que maneira ela participa e qual o seu discurso sobre sua participação na referida instituição.

3. A CVM NA IOSCO

A CVM é membro fundadora da IOSCO desde 1983,¹⁴ juntamente com outras agências reguladoras do mercado de capitais da América do Norte e do Sul. Durante os anos que seguiram sua fundação, até 2007-2008,¹⁵ quando eclodiu a crise financeira internacional, a CVM atuou em diversos comitês, foros de discussão e grupos de trabalho da IOSCO.¹⁶

A partir de 2008, conforme afirmado no relatório anual da instituição brasileira, a sua participação tornou-se, de forma gradual, mais ativa e relevante.¹⁷ A CVM dedicou-se, durante o ano de 2008, a três forças-tarefas criadas pela IOSCO em função da crise

14 Sobre esta informação, ver http://www.cvm.gov.br/menu/internacional/organizacoes_iosco.html. Acesso em 27 de agosto de 2015.

15 Para uma síntese da atividade da CVM nos anos de 2005, 2006 e 2007, ver os respectivos Relatórios Anuais da instituição disponíveis em: http://www.cvm.gov.br/publicacao/relatorio_anual.html. Acesso em 27.08.2015.

16 Idem.

17 No Relatório Anual referente ao ano de 2008, encontra-se a seguinte informação: “Quanto a relações internacionais, a CVM aumentou a sua participação em grupos de trabalho e outras atividades relacionadas à *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)” Cf. Relatório Anual da CVM de 2008, página 35, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anuual_2008.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

financeira internacional,¹⁸ as quais resultaram em recomendações finais do órgão, destacando-se os temas de venda a descoberto (*shortselling*), mercados não regulados (*unregulated markets*) e veículos coletivos de investimento não regulamentados (*unregulated entities*).¹⁹

Em 2009, a CVM participou do Comitê de Mercados Emergentes, de alguns Comitês Permanentes, bem como atuou em vários grupos de trabalho e forças-tarefa.²⁰ Mas o maior destaque neste ano foi que a CVM, juntamente com a China e a Índia, passou a integrar o Comitê Técnico da entidade, então órgão definidor dos padrões e recomendações relacionados à regulação de valores mobiliários para o mercado internacional.²¹ Tal escolha teria sido baseada no “tamanho de seus mercados de capitais, em sua representatividade internacional e no desenvolvimento dos seus sistemas de regulação e de suas entidades reguladoras”.²² Por meio dessa participação, a CVM envolveu-se de forma mais próxima em discussões sobre padronização de diversos

18 Idem, p. 35.

19 *Shortselling*: trata-se de uma prática financeira que consiste na venda de um ativo financeiro que não se possui, esperando que seu preço caia para então comprá-lo de volta e lucrar na transação com a diferença (Cf. IOSCO Final Report: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>). *Unregulated markets*: mercados que não são regulados por nenhuma autoridade governamental do mercado de capitais (exemplo): mercado de derivativos de balcão (Cf. IOSCO Final Report: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>). *Unregulated entities*: entre elas destacam-se os *hedge funds* e os *private equity funds* (Cf. IOSCO Final Report: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>).

20 Cf. Relatório Anual da CVM de 2009, páginas 37 e 38, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2009.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

21 O Comitê Técnico foi substituído, a partir de maio de 2012, pelo “IOSCO Board”, que atualmente congrega o Comitê Executivo e o Comitê Técnico. Disponível em: https://www.iosco.org/annual_reports/2011/. Acesso em 27 de agosto de 2015.

22 Cf. Relatório Anual da CVM de 2009, página 379, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2009.pdf. e IOSCO Annual Report de 2011, disponível em http://www.iosco.org/annual_reports/2011/. Acesso em 27 de agosto de 2015.

temas relevantes para a regulação de mercado, tais como contabilidade, auditoria, *disclosure*, desenvolvimento do mercado secundário, produtos estruturados, negociação em baixo grau de transparência (*dark pools*), *hedge funds* e sistemas de *clearing*.²³

Em 2010, a CVM continuou atuando nos foros de discussão da IOSCO e tendo contato com os debates sobre os temas acima mencionados, entre outros.²⁴ No Relatório Anual da CVM de 2010, no entanto, constam dois registros interessantes. O primeiro é que, pela primeira vez, se faz referência à contribuição do modelo regulatório brasileiro para se pensar as recomendações da IOSCO, o que ocorre em razão da participação da CVM nos Comitês Executivos e Técnicos. O segundo é que se afirma expressamente que o "intercâmbio de experiências tem beneficiado a autarquia na sua capacidade de identificar e compreender as implicações de novos produtos e práticas que, com a globalização e a interconexão dos mercados, são introduzidos no mercado brasileiro em um intervalo de tempo cada vez menor".²⁵

Em 2011, além da participação dos Comitês Técnicos, Executivo e de Mercados Emergentes e dos sete comitês permanentes da IOSCO, a CVM foi eleita para presidir o Comitê Executivo.²⁶ Este era, à época, o órgão colegiado responsável pelas decisões

23 Para uma breve descrição de como se deu esta participação, ver Relatório Anual de 2009 disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2009.pdf, p. 37 e 38.

24 Cf. Relatório Anual 2010, p. 47, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2010.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

25 Idem.

26 Era composto por 19 membros, entre eles, os presidentes dos comitês técnico, de mercados emergentes, e os presidentes das autoridades reguladoras do Brasil, China, Índia, Estados Unidos e de países da União Européia. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2011.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

políticas e pelas medidas necessárias para atingir os objetivos da IOSCO.²⁷ Conforme relato da própria CVM, ocupar este cargo decorreu do “reconhecimento à importância que o mercado de capitais brasileiro vem adquirindo nos últimos anos, à qualidade do seu arcabouço regulatório e ao compromisso e à atuação da Autarquia em vários fóruns da Organização”.²⁸

Em maio de 2012 houve modificação na estrutura de governança da IOSCO, que consistiu na união do Comitê Executivo e do Comitê Técnico para formar o novo Conselho (“*Board*”) da IOSCO. Atualmente, este órgão é composto por 32 membros, entre eles o representante da CVM brasileira.²⁹ Além disso, cabe mencionar que o Brasil continua atuando em igualdade de condições no que concerne à sua representação, pois tem direito a um voto, assim como os demais membros do Conselho da IOSCO.³⁰

Em junho de 2013, o Presidente da CVM foi eleito pelo Conselho da IOSCO para co-liderar os trabalhos de um comitê recém criado de Política Regulatória, com o objetivo de desenvolver iniciativas e recomendações na área de proteção e educação dos investidores de varejo.³¹

27 Cf. Relatório Anual da IOSCO 2011 – páginas 4 e 10. https://www.iosco.org/annual_reports/2011/. Acesso em 27 de agosto de 2015.

28 Cf. Relatório Anual da CVM 2011, p. 61, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2011.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

29 Cf. Annual Report da IOSCO de 2011 – página 51 - http://www.iosco.org/annual_reports/2011/ - Acesso em 27 de agosto de 2015 e também sobre o “IOSCO Board”: https://www.iosco.org/about/?subsection=display_committee&cmtid=11. Acesso em 27 de agosto de 2015.

30 De acordo com o Annual Report da IOSCO de 2011 – página 51 - http://www.iosco.org/annual_reports/2011/ - Acesso em 27 de agosto de 2015 e Estatuto Social da IOSCO - <https://www.iosco.org/about/?subsection=by-laws>. Acesso em 27 de agosto de 2015.

31 Cf. website da CVM (Relações Internacionais): http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2013.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

E em 2014, a CVM foi a anfitriã da 39ª Conferência Anual da IOSCO, realizada no Rio de Janeiro, que contou com representantes de reguladores de aproximadamente 80 países, além de autorreguladores e profissionais do mercado financeiro internacional. Nessa ocasião, o representante da CVM foi eleito Vice-Presidente do Comitê de Crescimento e de Mercados Emergentes (*"Growth & Emerging Markets Committee"*).³²

Como visto, entre 2011 e 2014, os representantes da CVM foram eleitos para cargos de liderança, além de coordenar diversos comitês e grupos de trabalho, contribuindo com a experiência brasileira na elaboração das recomendações regulatórias por parte da IOSCO.

Olhando a descrição da participação da CVM na IOSCO, é possível resumir a sua relevância em quatro frentes:³³

- (i) Técnica, pelos quais a CVM tem contribuído com a sua experiência no aprimoramento das iniciativas e recomendações técnicas voltadas para os membros da IOSCO. Além disto, cabe apontar a possibilidade de apropriação pela CVM das recomendações da IOSCO e dos debates que ocorrem neste foro internacional;
- (ii) Política, em que CVM analisa se as recomendações emitidas pela IOSCO (as quais se espera sejam adotadas por parte dos países membros) são adequadas ao estágio de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro;

32 Cf. Relatório Anual da CVM de 2014, página 116, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2014.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

33 Cf. Relatório Anual da CVM de 2012, páginas 8 e 79, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_anual/anexos/Relatorio_Anual_2012.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

(iii) Informacional, por meio do qual a CVM toma conhecimento qualificado de práticas que surgem nos mercados mais sofisticados, pois elas podem ser replicadas no mercado brasileiro em virtude da internacionalização dos mercados financeiros e de capitais. Dessa forma, a CVM consegue agir de forma proativa, regulamentando e supervisionando novos produtos importados pelo mercado; e

(iv) De interconectividade, compreendendo os efeitos provenientes dos “mercados interconectados”. Cabe à CVM, por meio de sua atuação junto à IOSCO, entender os mecanismos pelos quais o mercado de capitais brasileiro pode ser afetado pelos agentes econômicos e investidores com atuação internacional.

Em suma, a descrição acima da participação da CVM na IOSCO demonstra a importância que é dada ao tema por parte do regulador brasileiro. Ao mesmo tempo, representa para a autoridade brasileira uma oportunidade para antecipar problemas, vigiar fendas que possam existir entre autoridades reguladoras e vislumbrar riscos regulatórios.

4. COMO A CVM INTERNALIZOU AS RECOMENDAÇÕES DA IOSCO

Se é verdade que o Brasil tem participado da IOSCO de maneira mais ativa nos últimos anos, resta verificar se existe um estímulo efetivo que tenha levado o país a implementar domesticamente os padrões e recomendações exarados naquela instituição de alguma maneira mais consistente.

Inicialmente, cabe apontar que os princípios e recomendações da IOSCO entram na ordem jurídica doméstica por distintas modalidades. Uma delas é a possível aplicação implícita dos padrões da IOSCO, pela CVM, por ocasião do exercício de seus poderes discricionários, ou seja, nas suas funções de supervisão e fiscalização do mercado. Outra modalidade ocorre no momento em que, por ocasião da aprovação de uma instrução, a

CVM registra, na justificativa da regra ou no seu corpo, o atendimento aos padrões da IOSCO. É este segundo formato que interessa para os fins deste trabalho, ou seja, quando a recomendação da IOSCO assume – no arcabouço regulatório brasileiro – um caráter cogente e vinculante aos participantes do mercado a que a norma se destina.

4.1. Diferentes formas de apropriação das recomendações da IOSCO pela CVM

Na atividade normativa da CVM, nota-se que alguns documentos fazem menção expressa a estudos e recomendações da IOSCO. Em levantamento dos anos de 2005 a 2014,³⁴ encontramos dezenove Editais de Audiências Públicas (“EAP CVM”) - para edição de novas regras - que fizeram, de algum modo, referência à posição da IOSCO.

Dentre os documentos encontrados, procuramos verificar as diferentes maneiras pelas quais os padrões internacionais aparecem na atividade da CVM. A partir da análise dos casos também é possível organizar informações para compreender se e como a regulação do mercado de capitais brasileiro se apropria dos debates e conclusões dos foros da IOSCO.

O primeiro achado desta pesquisa é que não existe uma única maneira da CVM justificar a apropriação do padrão normativo internacional. Como se percebe na Tabela 01, na maioria dos documentos (11 casos), as referências à IOSCO aparecem no corpo do texto ou em notas de rodapé dos Editais de Audiência Pública, mas apenas para dar ciência ao leitor de estudo que tenha abordado o tema da nova norma. Em outras situações (4 casos), há menção explícita que o novo normativo pretende adotar padrão recomendado pela IOSCO. Encontramos apenas um caso no qual há referência expressa no texto da nova norma sobre a obrigação dos regulados observarem princípios da

34 O ano inicial de 2005 foi escolhido em razão das informações disponibilizadas na CVM sobre as audiências públicas relativas às normas do mercado de capitais iniciarem-se neste ano (Cf. http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/index.html).

IOSCO. E, por fim, há três documentos em que se faz referência a participantes (investidores, emissores) que sejam regulados e supervisionados por autoridades que tenham celebrado o Memorando Multilateral de Entendimentos (MMoU) auspiciado pela IOSCO.³⁵

Tabela 01. Formas de referência, pela CVM, a documentos da IOSCO

Edital de Audiência Pública / Instruções editadas	Tema	Referencia docs. da IOSCO	Adota recomend ação da IOSCO	Determina seguir princípios da IOSCO	Prestigia estrutura do MMoU da IOSCO
Edital CVM 02/2006, que resultou na Instrução CVM 431/06	Trata do registro de emissores de valores mobiliários que servem de lastro para Programas de BDR – <i>Brazilian Depositary Receipts</i>				X
Edital CVM 03/2006, que resultou na Instrução CVM 450/07	Criação de limites de concentração de carteira de fundos	X			
Edital CVM 05/2007, que resultou na Instrução CVM 465/08	Trata do registro de emissores de valores mobiliários que servem de lastro para Programas de BDR – <i>Brazilian Depositary Receipts</i>				X
Edital CVM 06/2007, que resultou na Instrução CVM 461/07	Disciplina os mercados regulados de valores mobiliários e trata sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores,	X			

35 O Memorando Multilateral de Entendimentos (MMoU) estabelece um formato padronizado para cooperação e intercâmbio de informações sigilosas entre autoridades reguladoras do mercado de capitais de diversos países, especialmente para fins investigativos. A IOSCO tem um processo de análise e aprovação das autoridades interessadas em assinar o MMoU e atualmente conta com a adesão de mais de 82% das autoridades reguladoras membros da IOSCO.

REVISTA DE DIREITO INTERNACIONAL ECONÔMICO E TRIBUTÁRIO

RDIET

	bolsas de mercadorias e futuros e mercado de balcão organizado				
Edital CVM 07/2008, que resultou na Instrução CVM 480/09	Adota o Formulário de Referência, seguindo modelo da IOSCO denominado " <i>shelf registration system</i> "		X		
Edital CVM 04/2009, que resultou nas Instruções CVM 505/11 e 506/11	Normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados	X			
Edital CVM 05/2009, que resultou na Instrução CVM 484/10	Regulamenta a constituição e funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	X			
Edital CVM 05/2010, que resultou na Instrução CVM 538/13	Versa sobre atividade de analista de valores mobiliários	X			
Edital CVM 06/2011, que resultou na Instrução CVM 522/12	Trata sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimentos		X		
Edital CVM 10/2011, que resultou na Instrução CVM 512/11	Trata sobre o perfil mensal de operações dos fundos de investimento		X		
Edital CVM 15/2011, que resultou na Instrução CVM 539/13	Regulamenta o dever de verificar a adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente (" <i>suitability</i> ")	X			
Edital CVM 16/2011, que resultou na Instrução CVM 521/12	Regulamenta as empresas de classificação de riscos			X	
Edital CVM 03/2013, que resultou na	Altera o Formulário de Referência, que segue modelo	X			

ISSN: 1980-1995
e-ISSN: 2318-8529

249

REVISTA DE DIREITO INTERNACIONAL ECONÔMICO E TRIBUTÁRIO

RDIET

Instrução CVM 552/14	da IOSCO denominado " <i>shelf registration system</i> ". As alterações propostas estão em linha com princípios de <i>disclosure</i> da IOSCO				
Edital CVM 05/2013, que foi encerrada sem edição de norma	Solicitou manifestações sobre a hipótese de concorrência entre plataformas de negociação	X			
Edital CVM 06/2013, que resultou nas Instruções CVM 541/13, 542/13 e 543/13	Trata da prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários; de serviços de custódia de valores mobiliários; e de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados.	X			
Edital CVM 11/2013, sem edição de norma até o momento	Edita regras sobre negociação, pelas companhias abertas, de ações de sua emissão.		X		
Edital CVM 04/2014, que resultou na Instrução CVM 555/14	Trata sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimentos	X			
Edital CVM 12/2014, que resultou na Instrução CVM 560/15	Atualiza dispositivos sobre registro de investidor não residente				X
Edital CVM 13/2014, sem edição de norma até o momento	Dispõe sobre a distribuição de Certificados de Operações Estruturadas	X			

Fontes de informações: www.cvm.gov.br. Tabela elaborada pelos autores deste texto

Dos dezenove documentos encontrados, escolhemos os seguintes tópicos de regulação para uma análise mais detalhada: fundos de investimentos, forma de registro

ISSN: 1980-1995
e-ISSN: 2318-8529

250

de companhia aberta, remuneração de administradores e agências de classificação de riscos. Esses tópicos constaram de sete Editais de Audiência Pública da CVM.³⁶ A escolha destes temas foi feita levando-se em conta a conduta de uma ampla diversidade de participantes do mercado. Assim, esses tópicos englobam, de um lado, as empresas emissoras de valores mobiliários, por outro lado, os investidores diretos ou aqueles que atuam na qualidade de intermediários, e, ainda, terceiros participantes cujo escopo de atuação envolve a prestação de relevantes informações sobre os títulos que são negociados no mercado de capitais.

Pela linguagem utilizada, demonstrada na transcrição de parte dos Editais de Audiência Pública ou das próprias normas na tabela abaixo (Tabela 02), nota-se a diferença de intensidade com que a CVM adota o padrão internacional.

Tabela 02. Diferentes intensidades na adoção das recomendações da IOSCO pela CVM

Tema/ Edital	Redação
Transparência em Fundos 1 (EAP CVM 05/09)	"A elaboração desta proposta <u>está alinhada com recomendações</u> do Comitê Técnico da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (OICV/IOSCO), oriundas de demandas recentes do Grupo dos 20 (G20) de revisão de suas regulamentações em consequência da crise financeira internacional" "Assim, com o objetivo de conferir maior transparência às operações com a carteira de direitos creditórios do fundo e, no aspecto da divulgação de informações, <u>colocar a regulação brasileira em linha com as recomendações internacionais</u>, a Minuta exige informação periódicas adicionais sobre as operações de securitização, tais como informações estatísticas sobre inadimplementos, perdas ou pré-pagamento de créditos"
Transparência em Fundos 2 (EAP CVM 10/11)	"A proposta também <u>incorpora as novas recomendações de melhores práticas</u> da Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários – OICV/IOSCO emitidas em fevereiro de 2010. Nesse trabalho, são destacadas as informações que deveriam ser coletadas periodicamente para um adequado acompanhamento da atuação dos <i>hedge funds</i> no mercado financeiro mundial, possibilitando identificar potenciais fragilidades e antever problemas que apresentem contornos sistêmicos."

³⁶ Vide referência aos Editais específicos nas Tabelas 02, 03 e 04.

		"A Minuta <u>pretende adaptar</u> o <i>Perfil Mensal</i>, de modo a <u>aproveitar os conceitos trazidos pelo trabalho da OICV/IOSCO</u>, abrangendo, neste caso, toda a indústria de fundos de investimento. Permite, ainda, prover a área técnica de informações capazes de viabilizar o monitoramento de temas de relevância sistêmica para a indústria"
Transparência em Fundos 3 (EAP CVM 06/11)		"As propostas também têm como propósito a <u>adaptação gradual do arcabouço regulatório nacional às novas recomendações de melhores práticas por parte da Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários – IOSCO</u>." (em nota de rodapé deste edital, consta uma descrição das recomendações da IOSCO sobre o tema) "A Demonstração de Desempenho foi elaborada com <u>inspiração nas práticas internacionais de regulação desta matéria, conforme divulgadas pela IOSCO</u>. Um dos objetivos da proposta é estabelecer mecanismos que auxiliem o investidor a melhor comparar os diversos fundos de investimento oferecidos no mercado." "A Minuta propõe a adoção de uma tabela padronizada de despesas, <u>nos moldes recomendados pela IOSCO</u>, incluindo o somatório da taxa da administração do fundo e dos fundos em que porventura o fundo tenha investido (...)."
Transparência em Fundos 4 (EAP 04/14)		"<u>Assim como diversos reguladores de outras jurisdições</u>, a manutenção da possibilidade de remuneração dos administradores e gestores dos fundos de cotas por parte dos administradores de fundos investidos preocupa a CVM. Essa estrutura tem inequívoco potencial de originar situações de conflito de interesses. (...)" "<u>Nesse sentido aponta o texto da Organização Internacional de Comissões de Valores – OICV/IOSCO 'Final Report On Elements Of International Regulatory Standards On Fees And Expenses Of Investment Funds'</u>, no qual se recomenda que acordos de remuneração que não beneficiem o fundo investidor devem ser banidos, particularmente aqueles que ensejam benefícios para o administrador (ou gestor) ou para partes a ele relacionadas." (em nota de rodapé deste edital, constam princípios recomendados pela IOSCO para a elaboração de normas relativas à remuneração de administradores de fundos de investimentos).
Responsabilidade e compliance em fundos (EAP CVM 04/09)		"A importância dos intermediários na preservação da integridade do mercado é <u>cada vez mais reconhecida pelos organismos internacionais</u>" "A minuta propõe um passo importante no sentido de criar incentivos para que os mecanismos de cumprimento das regras, tanto internas quanto estatais, e os controles internos que fiscalizam a implementação de tais regras estejam espalhados por toda a estrutura operacional do intermediário. (...) Ao propósito, <u>estudos publicados</u> por organismos internacionais e a experiência de outras jurisdições em matéria de regulação dos intermediários de mercado <u>evidenciam</u> que, ao se atribuir difusamente responsabilidade aos administradores dos intermediários, surgem importantes incentivos para que sejam adotados procedimentos e controles internos mais eficientes para o gerenciamento do cumprimento da regulação em vigor." (em nota de rodapé deste edital, consta uma descrição das

	recomendações da IOSCO sobre o tema).
Transparência da remuneração dos administradores de companhias abertas (EAP 07/08)	“As <u>melhores práticas internacionais ditam que se deve buscar nível elevado de transparência</u> nas informações sobre remuneração e programas de incentivos dos membros do conselho de administração e dos diretores mais importantes”. Em ação judicial ajuizada contrário à nova regra de divulgação dos valores da remuneração dos administradores, a CVM alegou: “a cláusula de <i>disclosure</i>, ora em exame, é um <u>compromisso assumido internacionalmente pelo Brasil em decorrência das reuniões de cúpula do G20 e perante a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)</u>”.
Forma de registro de emissor (EAP CVM 07/08)	“A Minuta propõe a <u>adoção de um modelo de registro inspirado</u> no que a International Organization of Securities Commissions – IOSCO chama de ‘self registration system’ (...)” “Ao realizar uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o emissor elabora somente um documento suplementar, relativamente curto, que a IOSCO chama de ‘offering note’ (...)” “A CVM acredita que o ‘self registration system’ é desejável e compatível com a realidade do mercado brasileiro” “A Minuta cria um documento básico chamado Formulário de Referência que desempenhará o papel do ‘self document’, conforme modelo da IOSCO.”
Empresas de rating (agências classificadoras de riscos) (EAP CVM 16/11)	No edital, faz-se referência aos princípios da IOSCO. Na norma da Instrução, encontra-se a seguinte redação: “O código de conduta da agência <u>deve observar os Princípios do Código de Conduta para Agências de Classificação de Risco de Crédito da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies da International Organization of Securities Comissions – IOSCO)</u>.”

Fontes de informações: www.cvm.gov.br. Tabela elaborada pelos autores deste texto

Estas transcrições da Tabela 02 sugerem, primeiro, que a CVM utiliza recomendações e estudos da IOSCO como fonte para a sua atividade normativa. A segunda constatação é que a referência à IOSCO cumpre funções diversas. Pode aparecer simplesmente para indicar a *inspiração* para a adoção de nova regra. Pode servir para justificar a necessidade de *se alinhar* com padrões da IOSCO ou do nosso sistema *se adaptar* aos padrões internacionais. Apenas no caso da regulação das empresas de classificação de risco há *adoção direta e imediata* a princípios da IOSCO no próprio texto da norma.

Uma vez que as recomendações da IOSCO não são vinculantes, a pergunta que surge relaciona-se ao motivo da CVM, nos documentos levados à audiência pública para escutar os agentes do mercado, explicitamente justificar-se ou referir-se a entendimento ou a recomendações da IOSCO. Uma das respostas possíveis está na via reputacional³⁷ e como isto pode facilitar a aceitação da norma por agentes que participam em um mercado cada vez mais globalizado, ao utilizar-se do 'argumento IOSCO'.

Este aspecto reputacional aparece claramente em defesa formulada pela CVM na ação judicial que questionou a constitucionalidade da obrigação de se divulgar o valor das remunerações dos administradores de companhias abertas.³⁸ Nesta situação, a CVM apresenta-se como instituição que participa nos foros internacionais e pretende legitimar a sua escolha regulatória para o ator local, que no caso é o Poder Judiciário.

Em suma, seja pela reputação seja por mera referência, a análise dos casos selecionados demonstra que não é mais possível pensar na regulação do mercado de capitais brasileiro considerando apenas os limites territoriais e as questões domésticas.³⁹

Para compreender o futuro da disciplina jurídica, é preciso ater-se ao debates que ocorrem no ambiente internacional. Por consequência, é preciso voltar os olhos também para como estes foros de discussão internacional funcionam, sua forma de governança e de adoção de modelos e, principalmente para o que está presente em sua agenda de discussão.

37 Sobre o aspecto reputacional, ver item 2.4 acima

38 Sobre o caso da transparência da remuneração dos administradores, ver item 4.4 abaixo.

39 Este fenômeno aparece em CAFAGGI, Fabrizio. **The Architecture of Transnational Private Regulation**, EUI Working Papers, Law 2011/12, Department of Law. Disponível em <http://cadmus.eui.eu/handle/1814/18256>. Acesso em 19 de julho de 2013 e em **New Foundation of Transnational Private Regulation**, EUI Working Papers, Robert Schuman Center for Advanced Studies. Private Regulation Series – 04. Disponível em http://privateregulation.eu/wp-content/uploads/2010/12/RSCAS_2010_53.final.pdf. Acesso em 19 de julho de 2013.

4.2. Fonte

Ao analisar os casos selecionados, outra informação importante é a identificação do tipo de documento da IOSCO que serve como referência para a CVM apresentar, aos agentes de mercado brasileiros, o novo normativo. Novamente, verifica-se que não há apenas um formato de documento no qual a CVM se baseia. Conforme dados da Tabela 03 abaixo, estes podem ser tanto Relatórios de Audiência de minutas de documentos tornados públicos pela IOSCO para recebimento de comentários (*Consultation Reports*), Relatórios finais de grupos de trabalho, de forças-tarefa ou de Comitês da IOSCO (*Final Reports*), Estudos ou Princípios sobre temas específicos ou, até mesmo, Anúncios de Divulgação (*Press releases*).

Tabela 03. Documentos de referência da IOSCO utilizados nos normativos da CVM

Tema/Edital		Documento de referência da IOSCO
Transparência em Fundos 1 (EAP CVM 05/09)	em	<i>Consultation Report</i> , elaborado por força-tarefa (<i>Unregulated Financial Markets and Products – Consultation Report – IOSCO Technical Committee, preparado pela Task Force on Unregulated Financial Markets and Products</i>)
Transparência em Fundos 2 (EAP CVM 10/11)	em	<i>Press Release</i> (<i>Media Release n. IOSCO/MR/03/2010</i>)
Transparência em Fundo 3 (EAP CVM 06/11)	em	<i>Final Report</i> (<i>Final Report on elements of international regulatory standards on fees and expenses of investment funds</i>)
Transparência em Fundos 4 (EAP 04/14)	em	<i>Final Report</i> (<i>Final Report on elements of international regulatory standards on fees And expenses of investment funds</i>)
Responsabilidade e compliance fundos (EAP CVM 04/09)	e em	<i>Final Report</i> (<i>Compliance Function at market intermediaries – Final Report</i>)
Transparência da remuneração dos	da dos	<i>Final Report</i> (<i>Corporate Governance in Emerging Markets – Report from Emerging Markets Committee of</i>

administradores de companhias abertas (EAP CVM 07/08)	<i>the IOSCO</i> , Dezembro de 2007)
Forma de registro de emissor (EAP CVM 07/08)	<i>Estudo</i> (<i>Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System</i>)
Empresas de rating (EAP 16/11)	Princípios do Código de Conduta para Agências de Classificação de Risco de Crédito

Fontes de informações: www.cvm.gov.br. Tabela elaborada pelos autores deste texto

A informação sobre a fonte para o novo normativo da CVM indica que é preciso compreender como funcionam os foros de discussão internos na IOSCO para saber de onde e em que contexto surgem as inspirações para o regulador brasileiro.

Efetivamente, os documentos publicados pela IOSCO até maio de 2012, inclusive aqueles que serviram de base para a internalização de regras e princípios (*Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System, Code of Conduct for Credit Rating Agencies, Reports, Consultation Reports e Final Reports*, todos citados acima), foram preparados e publicados pelo Comitê Técnico da IOSCO, até então responsável por avaliar os principais problemas enfrentados pelo mercado de capitais internacional e, com base em estudos e avaliações, dar repostas práticas a esses problemas.⁴⁰ Assim, pareceria importante saber, adicionalmente, como são discutidas e de que forma são tomadas as decisões sobre a versão final destes documentos que têm influência na regulação interna brasileira.

4.3. Aspecto temporal

Outro dado interessante que os casos selecionados indicam é o lapso temporal da discussão internacional e a referência da norma nacional, até mesmo para identificar

40 Fonte: documentos citados na Tabela 03, disponíveis em website da IOSCO - <http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=pubdocs> e IOSCO Methodology Report, página 14. Acesso em 30 de julho de 2013.

a existência de uma relação causal entre ambas. Conforme as informações da Tabela 04 abaixo, nem sempre é possível afirmar que há concomitância do debate internacional com a referência à inovação da regulação nacional. O maior transcurso de prazo foi de 09 anos e cinco meses, mas em geral, há um decurso de tempo breve que pode indicar apenas a busca, pela CVM, do momento mais adequado para inserir o debate internacional na agenda regulatória brasileira.

Tabela 04. Datas dos documentos da IOSCO vs. datas dos documentos divulgados pela CVM

Tema/Edital	Data do documento de referência da IOSCO	Data do documento CVM
Transparência em Fundos 1 (EAP CVM 05/09)	Maio/2009	Junho/2009
Transparência em Fundos 2 (EAP 10/11)	Fevereiro/2010	julho/2011
Transparência em Fundos 3 (EAP CVM 06/11)	Novembro/2004	Maio/2011
Transparência em Fundos 4 (EAP 04/14)	Novembro/2004	Abril/2014
Responsabilidade e <i>compliance</i> em fundos (EAP CVM 04/09)	Março/2006	Abril/2009
Transparência da remuneração dos administradores de companhias abertas (EAP CVM 07/08)	Dezembro/2007	2008
Forma de registro de emissor (EAP CVM 07/08)	Março/2001	Março/2009
Empresas de rating	2004/2008	Janeiro/2012

4.4. Uso do “argumento IOSCO” como justificativa da adoção de conteúdo normativo

Para pensar sobre as questões relacionadas às dificuldades de harmonização da regulação do mercado de capitais, partindo da perspectiva deste trabalho de como a CVM se apropria e utiliza as recomendações da IOSCO, há um interessante caso brasileiro sobre o tema da divulgação da remuneração dos administradores. Este caso também é interessante para refletir sobre a possível interdependência dos regimes transnacional e local, quando há conflito de interesses e necessidade de balanceamento de interesses conflitantes na adoção de *policies* transnacionais.⁴¹

Em 2008, mesma época da discussão do tema no Financial *Stability Forum/Financial Stability Board* e posteriormente na IOSCO, a CVM coloca em audiência pública projeto de Instrução que tornava mais rigorosas as regras sobre informações dadas ao mercado por companhias abertas (Edital de Audiência Pública n. 07/2008).⁴² Um dos itens desta regulamentação tratava da divulgação de dados sobre remuneração dos administradores, nos moldes mais completos constantes nas recomendações dos foros internacionais.

41 Esta interdependência é apontada por Fabrizio Cafaggi, que defende que a autonomia das ordens legais não podem negligenciar interdependência dos regimes locais e transnacionais ou privados e públicos, em especial na integração das “policies” quando interesses conflitantes devem ser balanceados. (Cf. CAFAGGI, Fabrizio. **The Architecture of Transnational Private Regulation**, EUI Working Papers, Law 2011/12, Department of Law. Disponível em <http://cadmus.eui.eu/handle/1814/18256>. Acesso em 19 de julho de 2013).

42 Cf. http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html. Acesso em 27 de agosto de 2015. Ressalta-se que nesta minuta a CVM faz expressa referência ao modelo sugerido pela IOSCO de ‘self registration system’ (*Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration System*, Março de 2001).

A proposta inicial era a divulgação individual da remuneração de cada administrador.⁴³ Em resposta às críticas feitas por alguns participantes na audiência pública, e para justificar a nova regra, a CVM fez expressa referência às melhores práticas internacionais.⁴⁴ Sobre a importância de transparência da remuneração individual dos administradores, a CVM citou países que adotam essa regra e propôs o avanço gradativo deste ponto na regulação brasileira.⁴⁵ Por fim, a nova regra passou a exigir que se divulgue a política de remuneração dos administradores, informando a composição da remuneração, os objetivos de cada um dos seus elementos, as razões que justificam a composição da remuneração para que ela seja apta a refletir a evolução dos indicadores de desempenho escolhidos e indique se tal política se alinha a perspectiva de resultados de curto, médio e longo prazo. Além disto, exigiu a divulgação em relação a cada órgão da administração (mas sem identificar o que cabe a cada administrador individualmente), indicando o valor da maior, menor e da média das remunerações pagas aos membros de cada órgão.⁴⁶

43 No projeto colocado para audiência pública, a CVM indicava que gostaria de saber do mercado sobre a “conveniência e necessidade de se exigir que informações sobre a remuneração de administradores fosse prestada de maneira individualizada (por administrador) ou por órgão da administração”. Item 11.8.

44 “As melhores práticas internacionais ditam que se deve buscar nível elevado de transparência nas informações sobre remuneração e programas de incentivos dos administradores (**Corporate Governance in Emerging Markets – Report from Emerging Markets Committee of the IOSCO**, Dezembro de 2007)” Cf. Relatório de Análise da Superintendência de Desenvolvimento do mercado (SDM) à audiência pública n., 07/2008, p. 58, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorioanexos25e27.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

45 “Alcançar os padrões internacionais de transparência, inclusive em relação à divulgação da remuneração dos administradores, é processo inexorável para qualquer país que deseje desenvolver o um mercado de valores mobiliários robusto.” Cf. Relatório de Análise da Superintendência de Desenvolvimento do mercado (SDM) à audiência pública n., 07/2008, p. 58, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorioanexos25e27.pdf. Acesso em 27 de agosto de 2015.

46 Cf. Relatório de Análise da Superintendência de Desenvolvimento do mercado (SDM) à audiência pública n., 07/2008, p. 59, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2008/sdm0708-relatorioanexos25e27.pdf.

O Poder Judiciário foi acionado para decidir sobre a constitucionalidade e validade da exigência pela nova regra da CVM. Uma ação foi ajuizada pelo IBEF – Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – do Rio de Janeiro, e que ainda aguarda julgamento final.⁴⁷

A CVM, por sua vez, na sua defesa, trouxe argumentos de ordem econômica, como a importância da norma para a tomada de decisão sobre investimento. Indicou que a remuneração dos administradores relaciona-se com os incentivos financeiros dados aos administradores das companhias abertas e a tomada de risco.⁴⁸ Também defendeu a necessidade do Brasil ter padrões de transparência mínimos adotados no mercado internacional. Além disto, mencionou que a regra foi um “compromisso assumido internacionalmente pelo Brasil em decorrência das reuniões de cúpula do G 20 e perante a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)”.⁴⁹

[relatorioanexos25e27.pdf](#). Acesso em 27 de agosto de 2015.

47 A petição inicial do IBEF sugeria que executivos seriam expostos a riscos tendo em vista problemas sociais de segurança pública do país. Também argumentaram que a questão cultural não poderia ser desprezada, pois não haveria o costume do brasileiro divulgar quanto se ganha, chamando este tema de “tabu social”. Petição inicial, p. 19, disponível em <http://s.conjur.com.br/dl/peticao-suspensao-in-480-cvm.pdf>. Acesso em 11 de junho de 2013.

47 A petição inicial do IBEF sugeria que executivos seriam expostos a riscos tendo em vista problemas sociais de segurança pública do país. Também argumentaram que a questão cultural não poderia ser desprezada, pois não haveria o costume do brasileiro divulgar quanto se ganha, chamando este tema de “tabu social”. Petição inicial, p. 19, disponível em <http://s.conjur.com.br/dl/peticao-suspensao-in-480-cvm.pdf>. Acesso em 11 de junho de 2013.

48 Decisão do STJ, na “Suspensão de liminar e de Sentença n. 1.210, p. 2, disponível em <http://www.stj.jus.br/webstj/processo/Justica/detalhe.asp?numreg=201000498520&pv=010000000000&tp=51>, último acesso em 11 de junho de 2013. Literalmente: “permitir aos acionistas e aos potenciais investidores que compreendam, por meio delas [informações], toda a dinâmica de incentivos dados à administração, bem como avaliem a razoabilidade dos montantes e da concentração das recompensas, tudo isso cotejado com as informações divulgadas pelas demais companhias” (p. 3).

49 Decisão do STJ, na “Suspensão de liminar e de Sentença n. 1.210, p. 3, disponível <http://www.stj.jus.br/webstj/processo/Justica/detalhe.asp?numreg=201000498520&pv=010000000000&tp=51>. Acesso em 11 de junho de 2013.

Verifica-se que neste caso, de maneira frontal e direta, a CVM se utilizou do “argumento IOSCO” para fundamentar a razão de uma nova norma perante um agente local, o Poder Judiciário, que é quem decide sobre a constitucionalidade do novo normativo administrativo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir da pesquisa realizada, constatou-se que o Brasil participa na estrutura da rede governamental relacionada com a formulação de recomendações para o mercado de valores mobiliários, isto é, da IOSCO. Por outro lado, analisando a regulação interna, verifica-se que a CVM tem mencionado as recomendações e os padrões da IOSCO em Editais de Audiências Públicas e no próprio teor de iniciativas editadas em temas relevantes para a modificação do padrão regulatório brasileiro sobre mercado de capitais.

Estas duas constatações sugerem que há uma efetiva relação entre a participação num fórum de discussão internacional e as regras editadas internamente. Por consequência, fica demonstrada a capacidade explicativa sob a ótica das redes governamentais (*government networks*).

Sob outra perspectiva, os resultados da pesquisa indicam que, para compreender a regulação do mercado de capitais é preciso considerar o fenômeno da mudança do espaço regulatório, especialmente, do nacional para o transnacional. Assim, os grupos de interesse teriam que focar sua participação não somente no processo de internalização das recomendações, mas na discussão da recomendação, seja na própria IOSCO ou buscando influenciar a CVM em seus posicionamentos na IOSCO, quando possível.

Por entender que existe uma relação importante, que pode trazer impactos ao ambiente regulatório doméstico, parece-nos que o trabalho apresenta uma contribuição importante e abre espaço para pesquisas futuras, tais como conhecer melhor como funciona a governança interna da IOSCO, quem participa e influencia as discussões e decisões nos grupos de trabalho, se e como o Brasil efetivamente interfere para a redação final dos documentos divulgados pela IOSCO, e, finalmente, sobre como os agentes locais se preocupam com o que ocorre neste foro internacional.

REFERÊNCIAS

ANDERSON, Kenneth. **Squaring the Circle? Reconciling Sovereignty and Global Governance Through Global Government Networks**_(Review of Anne-Marie Slaughter, a *New World Order*). Harvard Law Review, Vol. 118, pp. 1255-1312, January 2005.

BRUMMER, Chris. **Soft Law and the Global Financial System**. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

CAFAGGI, Fabrizio. **The Architecture of Transnational Private Regulation**, EUI Working Papers, Law 2011/12, Department of Law. Disponível em <http://cadmus.eui.eu/handle/1814/18256>. Acesso em 19 de julho de 2013.

_____. **New Foundation of Transnational Private Regulation**, EUI Working Papers, Robert Schuman Center for Advanced Studies. Private Regulation Series – 04. Disponível em http://privateregulation.eu/wp-content/uploads/2010/12/RSCAS_2010_53.final.pdf. Acesso em 19 de julho de 2013.

HELLEINER, Eric e Tony Porter. 2009. **"Making Transnational Networks More Accountable"** in Sara Burke (Ed.), *Re-Defining the Global Economy*. New York: Friedrich Ebert Stiftung Occasional Paper No. 42, pp.14-24. Disponível em <http://library.fes.de/pdf-files/iez/global/06293.pdf>. Acesso em 19 de julho de 2013.

RAUSTIALA, Kal. **The Architecture of International Cooperation: Transgovernmental Networks and the Future of International Law**. Virginia Journal of International Law Association, vol 43, pp. 1-90, 2002

SLAUGHTER, Anne-Marie. **A New World Order**, Princeton: Princeton University Press, 2004.

_____, **The Power and Legitimacy of Government Networks**, in **The Partnership Principle, New Forms of Governance in the 21st Century**. London: Archetype Publications, 2004.

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