

# Espaço Discente

## MERCADOS GLOBAIS, REGULADORES NACIONAIS\*

### A internacionalização do mercado de capitais e o caso do *insider trading*

RAFAEL RIBEIRO VISCONTI\*\*

*Introdução. 1. Internacionalização do mercado de capitais e consequências para a regulação: 1.1 O processo de internacionalização do mercado de capitais; 1.2 Harmonização regulatória; 1.3 Competição regulatória; 1.4 Cooperação entre reguladores do mercado de capitais. 2. O caso do "insider trading": 2.1 Harmonização das normas de combate ao "insider trading"; 2.2 Competição regulatória em relação às normas de combate ao "insider trading"; 2.3 Cooperação na aplicação das normas de combate ao "insider trading". Conclusão. Bibliografia.*

#### **Introdução**

Os últimos trinta anos assistiram à acelerada internacionalização dos mercados de valores mobiliários. Enquanto investidores negociam ativos ao redor do mundo, empresas listam suas ações em diversas bolsas de valores simultaneamente. A atual estrutura de regulação do mercado de capitais, desenhada para regular mercados predominantemente nacionais, requer reavaliação, pois as atividades ilegais no mercado de capitais também se internacionalizaram. Se há três décadas os reguladores nacionais podiam eficazmente

aplicar a regulação no mercado de capitais isoladamente, hoje os reguladores dependem da cooperação constante de reguladores de outros países. Qual seria a estrutura regulatória adequada para o mercado de capitais globalizado? De que forma a globalização afeta a regulação do mercado de capitais? Se o mercado de capitais globalizou-se, os reguladores continuam presos às fronteiras nacionais. Desta maneira, a internacionalização impõe novos desafios para os reguladores.

De forma geral, propostas para adaptar a estrutura regulatória à internacionalização do mercado de capitais enquadram-se dentro de dois extremos: de um lado, a harmonização regulatória e, do outro, a competição entre jurisdições. Uma terceira abordagem, a cooperação entre reguladores, enquadra-se em algum ponto entre os dois extremos da harmonização e da competição, mas não se confunde com nenhuma delas.

\* Versão resumida da Tese de Láurea apresentada à Banca Examinadora do Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito do Largo de São Francisco (USP) como exigência parcial para a obtenção do título de bacharel em Direito, sob a orientação do Prof. Dr. Marcos Paulo de Almeida Salles, 2009.

\*\* [rafaelvisconti@gmail.com](mailto:rafaelvisconti@gmail.com).

Esse debate se origina na pesquisa de juristas norte-americanos sobre a dinâmica entre estados dos Estados Unidos da América (EUA) e atualmente opõe àqueles que defendem a harmonização ou a competição como forma de atingir a forma mais adequada de regulação do mercado de capitais global. Não se trata de descrever qual seria a forma mais eficiente de regulação, ou qual a medida de eficiência, mas apenas apontar qual abordagem seria mais adequada para gerar essa regulação eficiente no mercado globalizado.

As três abordagens (harmonização, competição e cooperação), embora distintas, são altamente interconectadas e podem complementar-se, conforme discutiremos nos capítulos abaixo. Somos levados, então, a nos questionar em que situações a harmonização da regulação do mercado de capitais resultaria em maior eficiência do mercado de capitais? Ou então, a competição entre reguladores nacionais levaria a uma regulação mais eficiente do que o modelo proposto pela harmonização? Qual o estado atual e qual a importância da cooperação entre reguladores na aplicação da regulação do mercado de capitais?

Este trabalho vai analisar criticamente os principais argumentos que sustentam a harmonização, a competição e a cooperação como paradigmas da regulação do mercado de capitais internacionalizado. Procuramos descrever e confrontar cada uma das três abordagens, refletindo sobre a extensa literatura que trata do tema, notadamente estrangeira. Contudo, a análise no capítulo um equaciona as questões de maneira inevitavelmente teórica. Tentamos contornar essa situação, pesquisando no capítulo dois de que forma a harmonização, a competição e a cooperação podem ser observadas na regulação do uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, o *insider trading*. Qual abordagem terá prevalecido sobre essa parte da regulação do mercado de capitais?

## **1. Internacionalização do mercado de capitais e consequências para a regulação**

### **1.1 O processo de internacionalização do mercado de capitais**

Os mercados de valores mobiliários ao redor do mundo estão cada vez mais integrados. Desde a década de 1980, a internacionalização do mercado de capitais acelerou o ritmo e se tornou mais fácil negociar valores mobiliários ao redor do mundo. Nas últimas três décadas, um número crescente de países – emergentes e desenvolvidos – abriu seu mercado de capitais para investidores estrangeiros e eliminou restrições que desincentivavam seus cidadãos a investir no exterior. A internacionalização do mercado de capitais significa que um volume substancial de transações financeiras envolve participantes e ativos de diferentes países. Esse processo requer a remoção de barreiras legais e regulatórias ao fluxo internacional de capital e implica em integração dos mercados, mobilidade dos agentes e interconectividade. Um mercado de capitais internacional puro seria aquele onde investidores e emissores não teriam incentivos para restringir suas atividades ao seu país de origem (Zandt, 1991). Scott (2006) propõe uma forma de medir a globalização do mercado de capitais através da correlação de preços entre mercados. Quanto maior a correlação de preços entre ativos similares em vários mercados, mais integrados são esses mercados. Dentro desse processo de interdependência dos mercados, muitas empresas mantêm seus títulos em negociação em mais de uma jurisdição simultaneamente enquanto investidores passam a operar globalmente (Licht, 1998a).

A forma mais simples de enxergar a internacionalização é através do *cross-listing*. O *cross-listing* ocorre quando uma empresa lista suas ações em outro mercado além daqueles localizados no país de sua incorporação. Em julho de 2009 quase

40% das empresas listadas na *London Stock Exchange* eram estrangeiras. Na mesma data, 35 empresas brasileiras mantinham seus ativos em negociação na *New York Stock Exchange*, onde também ocorria a negociação de ações ou *American Depositary Receipts*<sup>1</sup> de 105 empresas asiáticas, 153 européias e 86 latino-americanas (Nyse, 2009).

Outra medida da internacionalização é o interesse de investidores por valores mobiliários emitidos fora de seu país de origem. Dados publicados pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) revelam que estrangeiros subscreveram 68% do valor captado em ofertas públicas de ações realizadas na Bovespa no período de 2005 até julho de 2009 (Bovespa, 2009). A negociação de valores mobiliários em mercados no exterior tornou-se um processo simples. Bolsas do mundo todo são acessíveis pela internet como resultado da transformação de pregões viva voz em pregões eletrônicos. Além disso, um forte movimento transatlântico de consolidação entre bolsas de valores impulsiona a internacionalização do mercado.

Essas mudanças dramáticas são resultados de forças econômicas, inovações tecnológicas e o processo de desregulamentação dos principais mercados de capitais do mundo. Mas de que forma a internacionalização afeta a regulação do mercado de valores mobiliários? Responder a essa questão se torna necessário na medida em que as estruturas de regulação em vigor foram projetadas para regular mercados predominantemente nacionais. O mercado moveu-se para uma plataforma global e os reguladores continuam presos em fronteiras nacionais. É uma nova realidade que exige uma revisão das estruturas

regulatórias à luz das mudanças no mercado de capitais. Nesse cenário, a eficácia do regime regulatório de um país é influenciada por todos os outros regimes. Caso uma jurisdição falhe no combate ao uso indevido de informação privilegiada, por exemplo, os agentes econômicos poderão mover suas atividades para essa jurisdição, frustrando os esforços de supervisão dos outros países (Licht, 1998a).

As principais propostas para adaptar a atual estrutura regulatória à internacionalização dos mercados de capitais são: o conceito de harmonização regulatória, a competição entre jurisdições e a cooperação entre reguladores (MacIntosh, 1995). Neste capítulo analisaremos cada uma dessas abordagens e discutiremos qual a melhor maneira de regular o mercado de capitais em um ambiente internacionalizado.

## 1.2 Harmonização regulatória

Harmonização, convergência, uniformização. Harmonização não é o único termo que vem sendo utilizado para descrever esforços para tornar mais similares os sistemas de regulação do mercado de capitais de diferentes países. Sob esta definição, harmonização regulatória implica que a regulação do mercado de capitais de dois ou mais países se aproximem ao longo do tempo, mas não implica necessariamente em total uniformização (MacIntosh, 1995). Baseia-se na idéia de uniformizar a regulação do mercado de capitais de diferentes jurisdições, ou ao menos fazer com que sigam padrões internacionais únicos sobre a regulação e aplicação da regulação (*enforcement*) nesse mercado. A crescente atividade internacional e interdependência dos mercados geram uma demanda por regulação uniforme.

É possível identificar duas formas principais de harmonização regulatória: voluntária e mandatória. Convergência mandatória é o que está ocorrendo nos países da União Européia, dentro de um

1. *American Depositary Receipts* (ADRs) são certificados representativos de ações emitidos nos EUA com lastro em ações custodiadas no país de origem da empresa emissora. É uma forma pela qual uma companhia aberta coloca em negociação suas ações em mercado diferente daquele onde está situada.

processo de unificação dos mercados dos Estados Membros, e depende da existência de uma autoridade supranacional. A forma voluntária, e mais comum, é aquela em que países participantes de órgãos de discussão internacionais voluntariamente adotam as diretrizes recomendadas por esses órgãos (Licht, 1998b). Talvez o mais relevante exemplo de esforço para harmonização das normas do mercado de capitais seja o trabalho publicado em 1998 pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), intitulado *Objectives and Principles of Securities Regulation* (Princípios da IOSCO). Este documento é reconhecido como o padrão da regulação do mercado de capitais. A IOSCO reúne as comissões de valores mobiliários de 110 países, e é reconhecida como a entidade criadora dos padrões internacionais para o mercado de valores mobiliários. A abrangência da IOSCO é mundial, seus membros em conjunto regulam mais de 90% do mercado de capitais global (IOSCO, 2009a). A IOSCO não é uma organização internacional na forma do direito internacional público. Ao contrário, a IOSCO é uma organização informal, sem hierarquia, criada e operada sem tratado, diretamente por agências governamentais e não por chefes de estado, ministros das relações exteriores ou diplomatas (Verdier, 2009).

A cooperação no século vinte foi dominada por organizações internacionais criadas por tratados formalmente negociados, gerando obrigações jurídicas para os signatários. Nas últimas décadas, no entanto, o desenvolvimento de laços entre autoridades governamentais de diversas jurisdições através de acordos informais não vinculantes, e com supervisão limitada de ministros do exterior, tem sido crescentemente reconhecido como um importante componente da cooperação internacional contemporânea. Entidades governamentais estão se relacionando sem o amparo do direito internacional público tradicional. Memorandos de entendimento (*Me-*

*moranda of Understanding*), por exemplo, a forma jurídica mais comum que reveste os acordos de assistência mútua entre reguladores, tem apenas autoridade *quasi jurídica*. Estes acordos, por seus próprios termos, não têm *força vinculante*, não geram obrigações jurídicas. É nesse contexto que se enquadra a IOSCO. Na ausência de tratados internacionais e instituições com poder de coerção, reguladores nacionais criaram fóruns para compartilhar idéias, coordenar esforços de aplicação da regulação e negociar padrões comuns. Esta organização não pretende estabelecer normas jurídicas, vinculantes. A idéia básica é que a troca de informações e experiência levará a um processo de aprendizagem mútua, permitindo o desenvolvimento de princípios comuns, gerando convergência.

A IOSCO estabeleceu um grande número de grupos de trabalho destinados a tratar de diversos temas relacionados à regulação do mercado de capitais. Esses grupos de trabalho produzem relatórios e fazem recomendações muitas vezes formalmente acatadas em suas conferências anuais. Contudo, a natureza informal e não vinculante das normas adotadas pela IOSCO limita a eficácia deste órgão. Quando reguladores nacionais têm incentivos para descumprir essas normas, a IOSCO não tem poder para obrigá-los (Verdier, 2009).

O trabalho publicado pela IOSCO em 1998 e atualizado em 2002, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, elenca três objetivos e trinta princípios da regulação do mercado de capitais (IOSCO, 2003a). É um trabalho para consulta, apontando padrões que podem ser seguidos voluntariamente. A intenção é auxiliar autoridades nacionais na criação e manutenção de altos padrões de regulação do mercado de capitais. Esse compêndio é utilizado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e pelo Banco Mundial para avaliar o mercado de capitais de países sob análise. Em teoria, na medida em que existam conflitos entre a regula-



ção do mercado de capitais de um país e os Princípios da IOSCO, o Banco Mundial e o FMI poderiam condicionar o empréstimo de recursos financeiros à reforma da regulação. Portanto, embora a IOSCO não crie direito internacional, os Princípios da IOSCO são seriamente considerados pelos membros da organização<sup>2</sup> (Kingsbury, Krisch e Stewart, 2005).

A IOSCO entende que, embora existam características particulares de cada jurisdição, os seguintes objetivos formam a base de um sistema eficaz de regulação do mercado de valores mobiliários: proteção dos investidores; assegurar mercados equitativos, eficientes e transparentes; e a redução do risco sistêmico. O documento também institui trinta princípios que buscam implementar os objetivos, evidenciando o compromisso da IOSCO em estabelecer padrões de regulação para a indústria de valores mobiliários. Através desta publicação, os membros da IOSCO expressaram a intenção de usar de seus melhores esforços para assegurar a convergência da regulação nacional de seus mercados de capitais aos objetivos e princípios elencados. Na medida em que a regulação nas jurisdições dos membros da IOSCO conflitar com os princípios adotados pelo organismo internacional, os reguladores devem trabalhar para que as mudanças legislativas necessárias sejam feitas.

Estados frequentemente preferem acordos informais em áreas onde a incerteza é alta, pois assim retêm mais flexibilidade para modificar esses acordos de acordo com as circunstâncias. Uma vez que acordos informais sinalizam um nível

mais baixo de comprometimento internacional do que acordos formais, divergências entre Estados são mais facilmente resolvidas através de acordos informais. Os custos à reputação se os Estados decidirem retirar-se ou despeitar esses acordos são menores (Verdier, 2009).

É necessário apontar que o processo de harmonização depende da cooperação entre reguladores, pois requer compromisso entre vários reguladores nacionais que carregam diferentes visões sobre a regulação. Um mercado global implica na interdependência dos reguladores. Deve haver fortes laços e confiança entre eles. O desenvolvimento desses laços e da confiança será sustentado pela criação de um conjunto comum de princípios e objetivos compartilhados da regulação. Assim, não é possível atingir a harmonização regulatória sem um consistente sistema de cooperação. Mas, se a harmonização depende da cooperação, não é verdade que cooperação implica em harmonização. A cooperação, como será discutido adiante, consiste na assistência mútua entre reguladores, sem relação com uniformização das normas que regulam os mercados.

A harmonização torna-se necessária como forma de corrigir falhas de mercado que, por estenderem-se além de fronteiras nacionais, não podem ser corrigidas pela atuação de um regulador isolado. Da mesma forma, a harmonização reduz custos. Atualmente, tanto emissores de valores mobiliários como investidores incorrem em altos custos para operar internacionalmente. Uma empresa buscando captar recursos em um mercado estrangeiro deve suportar os custos de cumprimento da regulação de seu país de origem e, adicionalmente, os custos de cumprimento da regulação da outra jurisdição. Se economias de escala são relevantes, um fornecedor único pode ser mais eficiente que diversos fornecedores competindo entre si. Analogamente, quando economias de escala regulatória estão presentes, órgãos centralizados de determinação de padrões, como

2. Uma avaliação realizada em 2007 para o FMI revela que a implementação integral dos Princípios da IOSCO continua sendo um desafio. O estudo averiguou que a implementação é especialmente baixa nos países de baixa renda (Carvajal e Elliott, 2007). Portanto, embora respeitados, os princípios ainda tem um longo caminho até integrarem-se ao ordenamento jurídico nacional dos membros da IOSCO.

a IOSCO, podem ser mais eficientes que a competição regulatória. A harmonização da regulação do mercado de capitais facilita a integração dos mercados. Vlachos (2004) concluiu que quanto mais similar a regulação do mercado de capitais entre jurisdições, mais integrados serão estes mercados.

No entanto, a maioria das discussões sobre harmonização internacional da regulação do mercado de capitais trata do tema de maneira geral, não especificando exatamente que pontos da regulação do mercado de valores mobiliários seriam objeto de harmonização. Nenhum autor parece estar sugerindo que as normas sejam harmonizadas detalhadamente em todas as áreas do mercado de capitais. Mas quais pontos seriam harmonizados, em geral, não são especificados (White, 1996). Entendemos que os padrões comuns devem ser desenvolvidos dentro da estrutura atual do mercado e não como consequência da criação de um *regulador global*. Portanto, os padrões unificados serão produtos da cooperação de reguladores nacionais, dentro da estrutura de uma organização internacional, um *coordenador global* como a IOSCO. Esta organização deve monitorar a implementação, interpretação e aplicação das normas harmonizadas pelos reguladores nacionais.

Além disso, a harmonização pode eliminar obstáculos à competição entre jurisdições, o que exigiria que os centros financeiros competissem acirradamente por operações, beneficiando as empresas emissoras e os investidores. Os emissores de valores mobiliários teriam acesso facilitado a mercados estrangeiros, pois estariam familiarizados com a regulação. Ainda mais relevante, é notar que a harmonização é uma forma eficaz de evitar que a competição entre reguladores gere uma corrida pela desregulamentação. As condições exigidas para que a competição regulatória gere benefícios quase nunca estão presentes, e por isso, haverá a necessidade de harmonização mínima para

evitar que, buscando atrair mais empresas e investidores, jurisdições concorram para oferecer o ambiente regulatório mais desregulado (Geiger, 1997).

Os esforços da IOSCO demonstram que a harmonização em uma escala global é possível, mas diversos obstáculos, teóricos e práticos, persistem. A harmonização em si, como forma de resposta regulatória à internacionalização dos mercados, é questionada. Críticos temem que a harmonização possa representar a ameaça do “imperialismo regulatório”, em que mercados menos regulados são forçados a adotar formas mais rigorosas de regulação e supervisão. No campo prático, a experiência demonstra que a harmonização é um processo custoso e demorado. Os reguladores têm de investir grande quantidade de recursos para desenvolver padrões internacionais. Isso facilita a “captura” desses fóruns internacionais por interesses de reguladores de nações mais ricas.

Outro ponto pouco discutido são as limitações legais que os membros da IOSCO enfrentam. A função normativa dos reguladores do mercado de capitais, em geral, limita-se à edição de normas administrativas. Frequentemente, adaptar a legislação nacional a um padrão negociado na IOSCO exige que alterações legislativas sejam feitas. Nesses casos, a IOSCO busca o compromisso de que seus membros trabalharão para que a legislação seja alterada através do processo legislativo de cada país (Verdier, 2009). Entretanto, muitos anos podem passar até que o órgão regulador obtenha algum sucesso influenciando o processo legislativo. O resultado é que a negociação de padrões internacionais em muitos casos não resulta em harmonização, pois os membros da IOSCO não têm poder de adaptar a legislação de suas jurisdições.

No entanto, a maior barreira à harmonização é a discordância sobre o que harmonização deve significar. Se a solução é convergir, convergir em que direção é a

próxima questão a ser enfrentada. Reguladores frequentemente têm preferências distintas sobre o que deveria ser o padrão global. Portanto, encontrar uma solução única que seja viável a todos os países é uma tarefa árdua, senão impossível. Por fim, a harmonização pode representar um grande risco: o risco de os reguladores concordarem em adotar princípios e objetivos ineficazes, ou seja, o risco de reguladores convergirem para o tipo “errado” de regulação. A possibilidade de diferentes países criarem seus próprios marcos regulatórios permite que diferentes abordagens sejam testadas. A harmonização engessa a inovação, poda a criatividade do regulador, levando-o a adotar padrões internacionais que podem não ser adequados à realidade do mercado que regula. A atual crise financeira enfatiza nosso limitado conhecimento sobre soluções legais adequadas para o sistema financeiro e para o mercado de capitais. Em um sistema descentralizado, mais conhecimento e inovação podem ser gerados através de experimentação paralela e aprendizagem mútua. Uma forma de mitigar os efeitos negativos da harmonização, preservando seus efeitos positivos, é adotar um processo de harmonização mínima. Nesse processo, um piso é determinado, mas as jurisdições podem regular acima desse piso da forma que julgarem mais adequada. Dessa forma, mesmo após um processo de harmonização cada jurisdição tem flexibilidade para adaptar a regulação às suas necessidades e convicções.

### 1.3 Competição regulatória

Defensores da competição entre jurisdições propõem um mecanismo de mercado para atingir a regulação eficiente do mercado de capitais. Sob esse ponto de vista, a regulação é um produto, os reguladores nacionais são os produtores e investidores e empresas os consumidores. Como em um mercado de bens, a compe-

tição entre reguladores estimularia a inovação e a experimentação, resultando em formas eficientes de regulação. Diferentes reguladores (p.ex., Estados, agências governamentais, bolsas de valores) competiriam para atrair os entes regulados procurando oferecer o ambiente regulatório mais equitativo, eficiente e transparente para os entes regulados (Romano, 1985). Como resultado, reguladores nacionais, interessados em proteger ou desenvolver bolsas de valores nacionais e centros financeiros,<sup>3</sup> são incentivados a prover um ambiente regulatório atrativo, eficiente, para atrair emissores e investidores estrangeiros (Brunner, 2008). Para teóricos da competição entre reguladores, sistemas centralizados de determinação de padrões devem ser vistos como cartéis regulatórios, os quais, como qualquer outra forma de colusão entre competidores, inibem as forças de mercado, aumentam os “preços” e reduzem a eficiência (Geradin e McCahery, 2005). A lógica é a mesma de um mercado de bens e serviços: o mercado competitivo é a forma mais eficaz de alocar recursos (Geiger, 1997).

De acordo com essa abordagem, agentes econômicos atuantes no mercado de capitais seriam livres para escolher entre as opções oferecidas por Estados ao redor do mundo. Esses agentes escolheriam ser regulados por jurisdições que exigem muita, pouca ou nenhuma obrigação de divulgar informações (*disclosure*), por exemplo. Enquanto Romano (1985), defensora da competição regulatória, relata uma tendência para jurisdições competirem por oferecer a regulação mais eficiente (*race to the top*), Fox (1999) argumenta que a competição levaria à desregulamentação excessiva (*race to the bottom*), com emissores de valores mobiliários migrando para as jurisdições com o mais baixo grau de regulação.

3. O mercado de capitais, além de criar empregos, gera receitas tributárias relevantes.

A hipótese de que a competição regulatória resultaria em normas mais eficientes (*race to the top*) baseia-se na idéia de que um regulador que desenvolve uma regulação eficaz adquire uma vantagem comparativa, atraindo mais “consumidores” e ganhando participação de mercado. Neste modelo, outros competidores (reguladores de outras jurisdições) teriam um incentivo para copiar o modelo eficaz que atraiu mais “consumidores”, gerando uma corrida pela regulação eficaz. Por outro lado, o argumento de que a competição regulatória resultaria em desregulamentação excessiva (*race to the bottom*) sustenta-se na idéia de que se uma empresa estiver sujeita a um regime regulatório muito exigente, com custos elevados de cumprimento, esta empresa tem um incentivo para migrar para jurisdições com menos exigências regulatórias. Esse processo pressionaria os reguladores a desregulamentar para atrair “consumidores”, resultando em uma corrida pela desregulamentação. Portanto, veremos que a competição regulatória depende de determinadas condições para gerar uma corrida pela regulação eficiente.

Para que o mecanismo de mercado funcione, é necessário que os “consumidores” tenham poder de escolha. No mercado de valores mobiliários, essa escolha se traduz na possibilidade das empresas listarem suas ações, captando recursos, em diversas jurisdições (Tjong, 2000). Na moderna economia globalizada as bolsas são empreendimentos comuns, organizações que objetivam lucro.<sup>4</sup> Forças compe-

titivas criaram incentivos para integração, em busca de estruturas mais eficientes e ganhos de escala. Nos últimos anos ocorreu um forte movimento de consolidação internacional das bolsas de valores e de mercadorias e futuros, o que facilita a mobilidade de empresas e investidores (Licht, 2000). Esse movimento de consolidação aumenta a mobilidade de empresas e investidores, pois diminui os custos de transação envolvidos em mudanças entre jurisdições (Brummer, 2008). As empresas listarão suas ações nos mercados mais atraentes, e investidores buscarão as melhores oportunidades internacionalmente. Essa mobilidade que emissores e investidores têm para mover-se entre bolsas de valores cria um incentivo para que legisladores nacionais, buscando promover o crescimento do setor financeiro nacional, desenvolvam um ambiente regulatório atrativo. Da mesma maneira, as bolsas de valores, que agora operam mundialmente, podem oferecer aos emissores uma variedade de jurisdições onde os valores mobiliários podem ser listados. O nível de competição entre reguladores, portanto, aumenta em consequência da criação de bolsas de valores multinacionais,<sup>5</sup> pois facilita a mobilidade de emissores e investidores (Zaring, 2009).

Romano (2001) não encontra evidências que embasem a hipótese de que a competição regulatória levaria à des-

modelo de associação mutualística que atravessou séculos.

5. Embora a consolidação das bolsas de valores aumente a competição regulatória, também cria fortes incentivos para a harmonização regulatória. Isso se dá, pois empresas listadas em várias bolsas em diferentes jurisdições devem arcar com os custos de cumprimento da regulação de cada país. Se as normas forem harmonizadas, os custos diminuem. As fusões entre bolsas de diferentes países podem, como resultado, criar uma dinâmica contraditória. Por um lado, impulsionam a competição regulatória ao facilitar a mobilidade de empresas e investidores. De outro, esses conglomerados aumentam a pressão sobre reguladores para que ocorra harmonização regulatória. Nesse sentido, Brummer (2008).

4. O processo de desmutualização antecedeu o movimento de fusões e alianças entre bolsas. O termo, originário do inglês *demutualization*, refere-se às mudanças organizacionais e legais das bolsas de valores. As bolsas deixaram de organizar-se como associações de corretores membros sem fins lucrativos e converteram-se em sociedades empresariais, visando, portanto, ao lucro. Muitas das bolsas que passaram pelo processo de desmutualização promoveram a abertura de seu capital. Essas reformas estruturais refletem um profundo distanciamento do



regulamentação (*race to the bottom*). Ao contrário, a autora concluiu que emissores de valores mobiliários tendem a escolher o regime que exige a divulgação do maior número de informações ao mercado, por exemplo. Entender as companhias abertas, emissoras de valores mobiliários, como consumidores de regimes regulatórios e os reguladores como produtores desses regimes – um mercado – é um mecanismo superior a um cartel internacional de regimes regulatórios harmonizados, segundo Romano (2001). A competição regulatória encoraja experimentação e inovação. Implica em diversidade, o que permite a comparação entre legislações e permite que jurisdições aprendam umas com as outras. Harmonização, contrariamente, centraliza o processo de criação de normas. O sistema se torna mais estático, respondendo mais devagar às necessidades mutantes do mercado de capitais. Quando maior o navio, mais difícil manobrá-lo (Davies, 2006). Em um mercado competitivo, existiria um fluxo positivo de capital para empresas operando sob regimes que investidores preferem, e, portanto, um mecanismo para que reguladores saibam quais normas são eficazes. Quando um regulador observa um fluxo negativo de capital, ele vai reavaliar seu regime regulatório para estancar a saída de capital das empresas sob sua jurisdição. Portanto, competição regulatória seria a melhor e mais rápida maneira de corrigir falhas de mercado, pois submete os reguladores à migração das empresas emissoras de valores mobiliários para regimes regulatórios mais atrativos. O fluxo de transações fornece um mecanismo de *feedback* para os reguladores a respeito da eficiência de seu regime regulatório, sob as suposições de que reguladores preferem ter mais e não menos entidades reguladas em sua jurisdição e que investidores preferem mais e não menos proteção. Os esforços pela harmonização regulatória ignoram os benefícios da diversidade de regimes regulatórios. De fato, se companhias abertas e

investidores preferissem um sistema harmonizado, a competição entre reguladores iria produzir ordenamentos jurídicos harmonizados sem a necessidade de acordos internacionais entre reguladores impondo a harmonização (Romano, 2001).

Iniciativas regulatórias em diversas jurisdições, de fato, transparecem explicitamente o objetivo dos reguladores de criar um ambiente regulatório atrativo do mercado de capitais. Nova Iorque, Londres, Frankfurt, Dubai, Cingapura, Hong Kong e Tóquio são os maiores centros financeiros do mundo. Esses centros competem agressivamente para atrair investidores e empresas, com especial relevância para o desenvolvimento de regimes regulatórios eficientes. Um relatório<sup>6</sup> publicado em 2007, encomendado a uma firma de consultoria pelo prefeito de Nova Iorque em conjunto com um senador norte-americano, concluiu que os EUA perderam espaço em um mercado de capitais global crescentemente competitivo. O relatório reflete a preocupação de governantes daquela jurisdição de que a pouca eficiente regulação do mercado de capitais americana tem afastado investidores e empresas.<sup>7</sup> Como as bolsas de valores norte-americanas eram as mais líquidas do mundo, havia pouco risco de multinacionais estrangeiras recorrerem a outra jurisdição

6. O relatório, intitulado *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, foi preparado em 2007 pela McKinsey & Company a pedido do prefeito de Nova Iorque, Michael R. Bloomberg, e do senador pelo estado de Nova Iorque, Charles E. Schumer.

7. Depois da edição do *Sarbanes Oxley Act* (SOX) nos EUA em 2002, grande parte da academia e dos especialistas concordam que os EUA perderam a vantagem competitiva no mercado de capitais. O SOX foi a resposta regulatória para as grandes fraudes contábeis ocorridas em empresas como Enron e WorldCom. Estabeleceu normas rigorosas para aumentar a confiabilidade das informações divulgadas por companhias listadas nas bolsas americanas, mas os altos custos de implementação dessa norma anulam seus benefícios. Como consequência, muitas empresas não americanas deixaram de listar suas ações nos EUA.

para levantar capital. Como resultado, os reguladores americanos tinham poucos incentivos para formular políticas regulatórias eficientes. Contudo, uma transformação extraordinária está ocorrendo (Brummer, 2008). As bolsas de valores norte-americanas deixaram de ser incomparáveis centros de atividade no mercado de capitais. Bolsas de outras jurisdições desenvolveram mercados líquidos que atraem 90% das aberturas de capital no mundo e metade do volume de negócios (*Committee on Capital Markets Regulation*, 2006). Se, por exemplo, a regulação dos EUA impuser custos regulatórios altos para empresas acessarem seu mercado de capitais, essas empresas podem captar recursos em outro país. Este é especialmente o caso de empresas não americanas, com pouca presença nos EUA, que buscam uma bolsa de valores fora de seu país de incorporação para listar suas ações. Como algumas bolsas de valores no mundo atingiram patamares de liquidez similares aos das bolsas americanas, a regulação surgiu como um fator cada vez mais importante na decisão de onde empresas emitem valores mobiliários (Brummer, 2008). Nesse sentido, é possível observar como a competição entre centros financeiros incentivava os reguladores a buscar a “regulação ótima”, ou seja, um sistema regulatório eficiente do mercado de capitais capaz de atrair empresas e investidores.

Mercados perfeitos existem apenas em teoria. Para que a competição regulatória funcione, os participantes do mercado devem ser capazes de avaliar o regime regulatório de cada regulador. Para identificar a regulação mais eficiente, os participantes do mercado devem obter informações a respeito de muitos mercados ao redor do mundo, analisar essas informações, determinar a eficiência e comparar todos os dados. Ainda que essas informações estejam facilmente acessíveis, o processo de compilação e análise é muito custoso. Esses custos podem impedir que agentes econômicos concluam uma avaliação de-

talhada, tão necessária para que a competição regulatória opere como proposta. Ademais, a competição regulatória depende da perfeita mobilidade dos investidores e empresas. A habilidade de esses agentes mudarem para outra jurisdição supostamente serve como uma forma de disciplina para reguladores, desencorajando normas ineficientes. Entretanto, a mobilidade perfeita, ou quase perfeita, não existe na realidade: diversos fatores restringem a perfeita mobilidade de empresas captando recursos e investidores buscando oportunidades, o que reduz a eficácia da competição entre reguladores. Como a competição regulatória depende da mobilidade desses agentes, se esses participantes do mercado tiverem que arcar com custos adicionais para migrar, a migração ocorrerá apenas se o retorno financeiro compensar os custos adicionais.

Dentro de um esforço pela harmonização, os proponentes da competição regulatória devem trabalhar para que a harmonização não se transforme em uniformização, uma vez que a harmonização mínima ainda permite que a existência de competição entre reguladores (Trachtman, 1999). Reguladores podem concordar com certos padrões mínimos que suas políticas regulatórias devem respeitar. Tais padrões determinam um piso no rigor da regulação, permitindo que reguladores regulem mais fortemente determinadas atividades, acima do piso acordado, permitindo que a competição opere (Sykes, 2000). Além disso, a harmonização deve ser resultado de um processo competitivo. A experimentação é necessária para identificação das melhores práticas, e, portanto, um padrão deve ser resultado de competição entre formas diferentes de regular determinado aspecto do mercado (Brummer, 2009).

Mas, afinal, por que regulamos? Esta é uma questão muito ampla para discutirmos em profundidade neste trabalho, mas as diferentes teorias da regulação sugerem que falhas de mercado, na forma de cus-

tos de transação e externalidades, podem demandar regulação. No entanto, muitas vezes regulamos para tutelar valores não bem expressos através das forças de mercado (Trachtman, 1999). Portanto, ainda que uma ferramenta poderosa para gerar a regulação ótima, a competição regulatória não pode operar ilimitadamente. Algum grau de padrões mínimos internacionais devem ser adotados para garantir que os reguladores compitam por oferecer a regulação mais eficiente, e não o mercado mais desregulado. A competição deve ser dosada com níveis mínimos de harmonização e cooperação para que gere resultados positivos.

#### 1.4 *Cooperação entre reguladores do mercado de capitais*

A globalização e avanços tecnológicos que afetam o mercado de capitais facilitam tanto o fluxo internacional de capital como o fluxo internacional de atividades ilícitas. Para detectar, investigar e punir as irregularidades eficazmente, os reguladores devem estar aptos a coletar e compartilhar informações com os órgãos reguladores de outros países. A cooperação internacional traduz-se principalmente no compartilhamento de informações entre órgãos reguladores do mercado de capitais de diferentes países. Em teoria, através da cooperação os países poderiam aplicar globalmente a regulação do mercado de valores mobiliários. Na prática, o regime de cooperação global é imperfeito. Embora os reguladores nacionais tenham obtido algum sucesso nesse campo, a cooperação internacional ainda é limitada (Licht, 1997). Como sugerimos na introdução deste capítulo, a cooperação não exclui a competição regulatória ou a harmonização. Nesse sentido, não se opõe, em essência, a nenhuma das duas abordagens. A cooperação deve permear a regulação eficaz do mercado de capitais, seja dentro de um regime de competição regulatória, seja dentro de esforços pela harmonização.

O *Memorandum of Understanding* (MOU), ou memorando de entendimento, é a forma jurídica mais comum que reveste os acordos de assistência mútua entre reguladores do mercado de capitais. Evoluiu de relacionamentos informais entre reguladores para cooperação e compartilhamento de informações até tomar a forma atual. Hoje, são convênios formais celebrados por escrito entre órgãos reguladores de diferentes países, ou com entidades internacionais, para assistência e cooperação na condução de investigações para apurar transgressões às normas atinentes ao mercado de valores mobiliários. MOUs tem apenas autoridade *quasi jurídica*. Por seus próprios termos, memorandos de entendimento não têm *força vinculante*, não geram obrigações jurídicas. Daí se infere que MOUs não podem ser confundidos com tratados. Tratados são acordos formais, concluídos entre sujeitos de direito internacional público, e destinados a produzir efeitos jurídicos (Rezek, 1984). É necessário destacar muito bem este ponto, pois tratados, conforme a sua forma, o seu conteúdo ou seu objeto, podem ter outra denominação: convenção, declaração, protocolo, convênio, acordo, entre outras. A denominação, porém, não tem importância jurídica, são todos tratados (Accioly, 1948). MOUs não produzem efeitos jurídicos. Os reguladores do mercado de capitais que os celebram assumem apenas o compromisso de envidar melhores esforços para assistência mútua. Portanto, um regulador não tem *obrigação* de auxiliar um regulador estrangeiro, mesmo que tenham celebrado um MOU nesse sentido. No mesmo sentido, os MOUs são firmados diretamente pelos reguladores, sem envolvimento de chefes de estado, ministros das relações exteriores ou diplomatas. Assim, quando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) assina um memorando de entendimento, ela formaliza sua intenção de cooperar com determinado regulador do mercado de capitais de outra jurisdição, sem obrigar-se a fazê-lo. A única sanção

possível como consequência do descumprimento de MOU, é o desfazimento do acordo. Se uma jurisdição, sem justo motivo, recusa-se a cooperar na forma prevista em um MOU, a outra parte pode anular o memorando de entendimento. Afinal, a cooperação tem que ser mútua. Para poder solicitar informações durante uma investigação, um regulador tem que estar disposto a fornecer informações.

Como descrito acima, a IOSCO é o fórum de cooperação entre comissões de valores mobiliários mais importante no mundo. Em 2002 a IOSCO adotou um memorando multilateral de entendimento (IOSCO MOU), criado para promover a assistência mútua e compartilhamento de informações entre seus membros (IOSCO, 2002). O documento é uma poderosa ferramenta de cooperação entre reguladores na investigação de ilícitos no mercado de capitais. Embora muitos reguladores do mercado de capitais já cooperassem por meio de acordos bilaterais, o IOSCO MOU é o primeiro acordo global de compartilhamento de informações entre reguladores do mercado de capitais. Ainda que não obrigue os signatários, o IOSCO MOU é atualmente o principal instrumento internacional de cooperação na aplicação da regulação do mercado de capitais, tendo sido assinado, até julho de 2009, por 56 reguladores de todo o mundo, incluindo a *Financial Services Authority* (FSA) britânica, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) norte-americana e um grande número de reguladores europeus, asiáticos e latino-americanos. Como regra geral, o IOSCO MOU determina que os signatários irão prover o mais alto nível de assistência possível. Inclui cláusulas específicas a respeito da abrangência da assistência mútua, os procedimentos a serem seguidos, usos permitidos das informações compartilhadas, confidencialidade, e as circunstâncias nas quais a assistência pode ser negada. Os membros da IOSCO apenas podem assinar o IOSCO MOU depois de passar por uma análise da IOSCO confirmando

que o regulador tem autoridade legal para cumprir todas as disposições do acordo. A IOSCO também mantém um comitê que monitora a determinação e habilidade de cada membro respeitar as determinações do IOSCO MOU, e tem a autoridade de expulsar membros que persistentemente deixarem de cumprir o acordo (Verdier, 2009). O órgão regulador do mercado de capitais no Brasil, a CVM, não é signatária e não consta na lista de comissões que estão em processo de se tornar signatárias, apesar de manter memorandos de entendimento bilaterais com órgãos reguladores do mercado de capitais de 28 países (CVM, 2009). Aqueles membros da IOSCO que não têm autoridade legal para assinar o documento, devem assumir o compromisso de buscar alterações na legislação de seu país para permitir que se tornem signatários.

A ameaça de expulsão da IOSCO é usada como ferramenta de coerção para forçar seus membros a adequarem sua regulação aos padrões da organização. Se reguladores se recusarem a assinar o IOSCO MOU, eles não poderão acessar o único fórum internacional de formulação de políticas para a regulação do mercado de capitais. Reguladores entendem a relevância de ter um assento nas reuniões da IOSCO, pois permite que opinem na formulação de padrões internacionais. Dentro desse cenário, reguladores têm grande incentivo para cooperar (Brummer, 2009). Entre as 110 comissões de valores mobiliários membros da IOSCO, 56 já assinaram e 16 assumiram o compromisso de assinar o memorando multilateral. Como as ações de grandes companhias muitas vezes são listadas em vários países, atividades ilegais podem ser conduzidas em países distantes do local onde as ilegalidades geram efeitos. É essencial, deste modo, que reguladores cooperem na aplicação da regulação para que sua própria regulação seja eficaz. Se um país deixa de aplicar sua regulação eficazmente, atividades ilegais podem impunemente ser conduzidas



a partir dessa jurisdição, frustrando os esforços dos outros reguladores. Nesse sentido, a importância do IOSCO MOU.

Embora representem um grande avanço na cooperação entre comissões de valores mobiliários, os memorandos de entendimento não vinculam, ou seja, não criam obrigações legais nem alteram a regulamentação do mercado de capitais nas jurisdições dos signatários. Os reguladores assumem apenas o compromisso de enviar melhores esforços para assistência mútua, mas mantêm o direito de negar requisições de informações caso implique na violação da legislação interna desses países ou quando envolva questões de interesse público. Parece tentador propor a cooperação internacional como panaceia para as dificuldades em aplicar a regulação do mercado de capitais em um mundo de ilícitos globalizados. Mas a cooperação entre reguladores do mercado de capitais é difícil de atingir e de manter. Embora reguladores tenham feito progresso – notadamente sob os auspícios de organizações internacionais como a IOSCO – cooperação sem conflitos ainda mantém-se uma meta. Diversas jurisdições relutam em firmar acordos bilaterais de cooperação, ou, quando sob pressão firmam, muitas vezes não cooperam como esperado (Licht, 2000). De fato, muitos reguladores não assinaram memorandos de entendimento, e mesmo aqueles assinados refletem diferentes níveis de compromisso. Alguns cobrem informações sobre movimentações bancárias, outros dados sobre contas em corretoras de valores, sobre o beneficiário final de transações e até, em alguns casos, gravações telefônicas. Como resultado, MOUs, embora meios eficientes de detectar e punir irregularidades internacionais no mercado de capitais, ainda têm alcance limitado (Brummer, 2009).

## 2. O caso do “insider trading”

O uso indevido de informações privilegiadas no mercado de capitais, ou *insider*

*trading*, consiste na negociação de valores mobiliários com base em informações relevantes não divulgadas ao mercado (Proença, 2005). Neste capítulo dois analisaremos de que forma a harmonização, a competição e a cooperação podem ser observadas na regulação do *insider trading*. No capítulo anterior pudemos observar os benefícios e as limitações de cada abordagem, em um nível teórico. Discutimos também de que forma competição, harmonização e cooperação se complementam. Agora, de forma a ilustrar cada uma das três abordagens, nos perguntaremos: será que é possível observar esforços internacionais pela harmonização das normas de combate ao *insider trading*? Ou as jurisdições competem para oferecer a regulação mais eficiente desta prática? A internacionalização dos ilícitos no mercado de capitais impulsionou a criação de uma rede de cooperação internacional entre reguladores? Respondendo a essas questões, teremos a oportunidade de testar os argumentos sustentando a harmonização, a competição regulatória e a cooperação. E poderemos concluir pela melhor forma de compatibilizar a regulação à internacionalização dos mercados de capitais.

### 2.1 Harmonização das normas de combate ao “insider trading”

Bhattacharya e Daouk (2002), usando dados do final de 1998, relataram existir bolsas de valores em 103 países no mundo. Desses países, em 87 havia legislação restringindo o *insider trading*. Ou seja, quase 85% dos países no mundo com mercado de capitais proibem o uso indevido de informações privilegiadas na negociação de valores mobiliários, sendo que 100% dos países desenvolvidos restringem a prática. No entanto, a aplicação dessas leis – evidenciada por processos instaurados para apurar indícios de *insider trading* – tinha ocorrido em apenas 38 países. Antes de 1990, apenas 34 países haviam tornado o *insider trading* ilegal e nove haviam apli-

cado a lei. Logo, verificamos que a existência e aplicação da legislação sobre *insider trading* é um fenômeno das décadas de 1980 e 1990 (Beny, 2008). Avaliando esses dados, temos a impressão que os Estados chegaram a um consenso: a proibição do *insider trading* beneficia o mercado de capitais. Desde que Bettis, Coles e Lemmon (2000) encontraram que, entre uma amostra de empresas norte-americanas, 92% tinham políticas internas de restrição ao *insider trading*, podemos afirmar que as empresas também consideram os *insiders* indesejáveis. Todos os países desenvolvidos atualmente têm leis restringindo o *insider trading* e, em 1998, quatro em cada cinco países emergentes haviam promulgado tais leis.

Será que podemos observar um esforço internacional pela criação de leis de combate ao *insider trading*? Ou o movimento nas décadas de 1980 e 1990 para tornar a prática ilegal é fruto, na verdade, de decisões isoladas de legisladores de diferentes jurisdições? A internacionalização do mercado de capitais levou a uma proliferação de iniciativas pela harmonização regulatória, notadamente sob a coordenação da IOSCO, mas também através de acordos bilaterais entre reguladores. Indiscutivelmente, essas iniciativas geraram uma corrida pela regulação ótima (*race to the top*) na medida em que muitos países concordaram em alterar sua legislação para satisfazer a padrões internacionais mínimos da regulação do mercado de capitais (Beny, 2008).

Colombatto e Macey (1996) descrevem como os EUA pressionaram outros países a proibir o *insider trading*. A ilegalidade do *insider trading* nos EUA foi instituída em 1934. Mas, até meados dos anos 1980, os EUA eram parte de um pequeno grupo de países que haviam criado, e aplicavam, leis contra o uso indevido de informação privilegiada.<sup>8</sup> A recente tendência

em direção à globalização da regulação do *insider trading* representa uma resposta da SEC, regulador do mercado de capitais dos EUA, para proteger sua própria jurisdição, pressionando outras jurisdições a adotar regimes de uso de informação privilegiada similares ao em vigor nos EUA. O poder da SEC de combater o *insider trading* se tornaria insignificante se a agência americana não pudesse combater o ilícito fora dos EUA.

Com a internacionalização do mercado de capitais, indivíduos com acesso a informações privilegiadas podem facilmente negociar valores mobiliários usando pessoas jurídicas domiciliadas no exterior, protegidas por leis de sigilo bancário. Em muitos países, a proibição à atuação dos *insiders* simplesmente não existia. Em outras jurisdições, a proibição não era aplicada pelo regulador local. Todos esses fatores dificultavam a aplicação das leis americanas em casos que envolviam elementos estrangeiros. Em resposta a essas ameaças, a SEC pressionou outras jurisdições para que restringissem o *insider trading* e cooperassem compartilhando informações. McGee (2004), após comentar a atuação da SEC pela proibição do *insider trading*, aponta como organizações internacionais continuam pressionando pela regulação do uso indevido de informações privilegiadas. Em 1999 a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) publicou o *OECD Principles of Corporate Governance*,<sup>9</sup> que recomenda a proibição do “abuso de informação privilegiada”. O relatório da OCDE tornou-se um importante componente do *Report on*

França, Cingapura, Suécia, Inglaterra e EUA tinham leis restringindo o *insider trading*. A média do ano de entrada em vigor de leis restringindo o uso de informações privilegiadas entre o grupo dos países emergentes é 1991.

9. A publicação foi atualizada em 2004 e uma versão em português, intitulada “Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades”, está disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/1/42/33931148.pdf>, acesso em 8.8.2009.

8. Conforme Beny (2002), até 1985, entre o grupo de países desenvolvidos, apenas Canadá,

*the Observance of Standards and Codes* (ROSC), projeto realizado pelo FMI e pelo Banco Mundial para avaliar o sistema financeiro de diversos países no mundo. O Princípios da IOSCO, trabalho publicado em 1998, recomenda que investidores devem ser protegidos do *insider trading*. Em março de 2003 a IOSCO publicou o *Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It* (IOSCO, 2003c). No trabalho a IOSCO analisa a regulação do *insider trading* de quarenta países e aponta que, por destruir a confiança que investidores depositam sobre a integridade do mercado de capitais, quase todas as jurisdições tornaram ilícito o uso indevido de informações privilegiadas na negociação com valores mobiliários.

Ao longo desta seção nos referimos genericamente à “proibição do *insider trading*” ou à “restrição do *insider trading*”. Trata-se de uma falta de precisão técnica justificável apenas para fins didáticos. Embora exista certa convergência entre jurisdições, a extensão e aplicabilidade da regulação do *insider trading* varia bastante. Legislações de diferentes países respondem diversamente a algumas questões: o que é informação privilegiada? Quem pode ser considerado um *insider*? Quais usos de informação privilegiada são proibidos? Que sanções podem ser aplicadas? Assim, consideramos genericamente e imprecisamente que duas jurisdições “proibiram o *insider trading*” mesmo que uma delas tenha criminalizado a conduta e a outra trate administrativamente da questão, por exemplo. Essas diferenças, no entanto, são secundárias, pois emergem somente quando Estados passam a compartilhar a visão de que o *insider trading* – em essência – deve ser condenado. Ainda assim, mesmo quando Estados tornam o *insider trading* um ilícito, eles não perseguem os *insider* com o mesmo vigor (Licht, 1997).

As diferenças na regulação do *insider trading* entre jurisdições sugerem um saudável processo de harmonização mínima.

Nesse processo, um piso é determinado, mas as jurisdições podem regular acima desse piso da forma que julgarem mais adequada, permitindo que a competição regulatória gere benefícios mesmo após um processo de harmonização. Os países competirão para oferecer a regulação do *insider trading* mais eficiente, definindo quem pode ser considerado *insider* e quando o uso de informações privilegiadas é legítimo, por exemplo. Mas a harmonização mínima impede que países compitam pela não regulação do *insider trading*, ou seja, impede uma corrida pela desregulamentação (*race to the bottom*).

## 2.2 Competição regulatória em relação às normas de combate ao “*insider trading*”

White (1996) busca identificar os casos em que a harmonização internacional e a competição regulatória resultariam em maior eficiência no mercado de capitais. O autor sugere que a harmonização internacional deve ser o objetivo quando uma falha de mercado transcende fronteiras nacionais e para a qual medidas nacionais isoladas seriam ineficazes. Nesse cenário, a eficácia do regime regulatório de um país é influenciada por todos os outros regimes. Caso uma jurisdição não considere o uso de informação privilegiada um ilícito, por exemplo, os agentes econômicos poderão mover suas atividades para essa jurisdição, frustrando os esforços de supervisão dos outros países. Com empresas mantendo seus títulos em negociação em mais de uma jurisdição simultaneamente e investidores operando globalmente, um indivíduo em posse de informação privilegiada poderia negociar no mercado de uma jurisdição que não considera a prática um ilícito. Essa operação com informação privilegiada causaria efeitos em todos os mercados onde os papéis da empresa em questão são negociados, pois a precificação dos valores mobiliários de uma empresa listados em diversas bolsas de valo-

res é correlacionada. É dizer, a precificação de um ADR lançado por uma empresa brasileira na Bolsa de Nova Iorque afeta a precificação das ações que essa empresa mantém em negociação na Bovespa, por exemplo (Tabak e Lima, 2002; Chan e Su-brahmanyam, 2005).

Dessa forma, a proibição isolada de um regulador nacional seria frustrada se não houver harmonização internacional nessa área. A SEC compreendeu esse processo e, quando a internacionalização do mercado de capitais tornou-se evidente, começou a pressionar outras jurisdições para que restringissem o uso indevido de informações privilegiadas. Dessa forma, viabilizou o combate ao *insider trading* na sua própria jurisdição, os EUA, como discutimos acima.

Concluimos, destarte, que a regulação do *insider trading* é uma área da regulação do mercado de capitais que exige uma harmonização mínima. Ou seja, a competição regulatória não deve operar livremente nesta área, para evitar uma corrida pela desregulamentação (*race to the bottom*) que frustraria os esforços de qualquer regulador nacional que buscasse combater os *insiders* isoladamente. No entanto, não estamos sugerindo que não exista espaço para a competição entre reguladores na regulação do *insider trading*. Trata-se de um processo de harmonização mínima e não uniformização total da regulação do *insider trading*. Portanto, os países competirão para oferecer a regulação do *insider trading* mais eficiente, definindo quem pode ser considerado *insider* e quando o uso de informações privilegiadas é legítimo, como apontamos acima. A competição regulatória, nesse caso, preencherá as lacunas deixadas pela harmonização, complementando-se.

### 2.3 Cooperação na aplicação das normas de combate ao "insider trading"

Casos de *insider trading* com frequência atravessam fronteiras: um investidor de

um país pode negociar com informações privilegiadas na bolsa de valores de outro país; ou um investidor pode utilizar contas no exterior para negociar com informações privilegiadas na bolsa de valores de seu próprio país; assim como evidências importantes para a investigação de um caso de *insider trading* podem encontrar-se além das fronteiras nacionais. A investigação e julgamento desses casos requerem cooperação internacional.

Para ilustrar a necessidade de cooperação entre reguladores do mercado de capitais no atual estágio de internacionalização dos mercados de valores mobiliários, vamos analisar o caso de suspeita de uso indevido de informações privilegiadas durante a oferta da Sadia S/A pelo controle acionário da concorrente Perdigão S/A no começo de 2006. No dia 16 de julho de 2006 a Sadia S/A fez uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações da Perdigão S/A (OPA), com a finalidade de obter o controle da Perdigão S/A mediante a aquisição de, no mínimo, 50% do capital social votante mais uma ação. O Edital de Oferta Pública para Aquisições de Ações de emissão da Perdigão S/A, publicado em 17 de julho de 2006, foi resultado de um longo processo de negociações e reuniões iniciado no dia 7 de abril de 2006, envolvendo pessoas ligadas à Sadia S/A, ao banco ABN AMRO Real S/A e a escritórios de advocacia. Luiz Gonzaga Murat Junior, no exercício da função de Diretor de Finanças e Relações com Investidores da Sadia S/A, Romano Ancelmo Fontana Filho, no exercício da atividade de membro do Conselho de Administração da Sadia S/A e Alexandre Ponzio de Azevedo, no exercício da função de Superintendente Executivo do ABN AMRO Real S/A tomaram conhecimento de informações relevantes que deveriam ser mantidas sob sigilo, as quais se materializam na OPA da Perdigão S/A pela Sadia S/A, e utilizaram-nas, posteriormente, para obtenção de vantagem indevida mediante a compra, para si, de ADRs de emissão da Perdigão



S/A na *New York Stock Exchange* (NYSE), nos EUA. Em 21 de julho de 2006, a Sadia S/A publicou fato relevante com o fim de comunicar a revogação definitiva da OPA, em virtude das reiteradas recusas manifestadas por acionistas integrantes do grupo de controle da Perdigão S/A. A negociação com ADRs de emissão da Perdigão S/A na *New York Stock Exchange* – NYSE pelos três executivos ocorreu durante os meses que antecederam a publicação da OPA e logo após a comunicação que informando a revogação definitiva da OPA.

A SEC, regulador do mercado de capitais norte-americano, detectou as negociações atípicas na NYSE com valores mobiliários de emissão da Perdigão no período que antecedeu e no período que sucedeu a divulgação do Edital da OPA e iniciou investigações para apurar o ocorrido. Imediatamente, a SEC informou a CVM sobre as negociações atípicas na NYSE, transmitindo todas as informações que detinha sobre as negociações de ADRs da Perdigão S/A, incluindo nomes dos investidores envolvidos. A CVM também instaurou procedimentos administrativos para apurar se houve irregularidade. É fato incontroverso que os acusados emitiram as ordens de compra de ADRs no Brasil. Portanto, os acusados estão sujeitos à competência da CVM e das autoridades judiciárias brasileiras, já que a conduta ilícita ocorreu, no todo ou em parte, no território nacional. Em 22 de fevereiro de 2007, houve a divulgação da celebração de acordo entre a SEC e os Srs. Luiz Gonzaga Murat Junior e Alexandre Ponzio de Azevedo quanto às acusações de negociação com base em informação privilegiada envolvendo ADRs da Perdigão S/A, em período que antecedeu à divulgação da oferta pública de aquisição do controle da Perdigão S/A pela Sadia S/A. O acordo com a SEC, chamado *Consent Decree*, representa um acordo firmado entre o indiciado ou acusado da prática de algum ilícito e a autoridade pública encarregada de sua fiscalização e eventual responsabilização, por

meio do qual ele, sem que tenha que admitir culpa, compromete-se a cessar os atos ilegais que lhes são imputados. Na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n. SP2007/0118 realizada no dia 26 de fevereiro de 2008, a CVM aplicou a pena de inabilitação temporária, pelo prazo de cinco anos, para o exercício de cargo de administrador e conselheiro fiscal de companhia aberta para o senhor Luiz Gonzaga Murat Junior. A mesma pena foi aplicada pela CVM a Romano Ancelmo Fontana Filho, na mesma sessão de julgamento realizada no dia 26 de fevereiro de 2008. O Processo Administrativo Sancionador no qual Alexandre Ponzio de Azevedo figura como acusado ainda está em andamento na CVM.

Durante os procedimentos investigatórios na CVM e na SEC, ambos os reguladores divulgaram notas informando que a CVM e a SEC vinham trocando informações sobre as investigações realizadas, demonstrando o alto grau de cooperação entre os dois reguladores. A Lei n. 7.492/1986, em seu art. 28, determinou que, quando no exercício de suas atribuições legais, a CVM verificar a ocorrência de crimes contra o sistema financeiro nacional, deverá informar o Ministério Público Federal (MPF) e enviar os documentos necessários à comprovação do fato. Neste sentido, a CVM informou o MPF e enviou os documentos necessários, de forma que o MPF, em 4 de maio de 2009, denunciou, perante a Justiça Federal de São Paulo, Luiz Gonzaga Murat Junior, Romano Ancelmo Fontana Filho e Alexandre Ponzio de Azevedo por terem incorrido no crime tipificado no artigo 27-D da Lei n. 6.385/1976. A denúncia foi recebida, em 19 de maio de 2009, pelo juiz federal substituto da 6ª Vara Federal Especializada em Crimes Financeiros e Lavagem de Dinheiro, iniciando-se, assim, o processo criminal n. 2009.61.81.005123-4, sendo os réus citados e intimados para apresentar resposta à acusação do Parquet. O processo continua em andamento.

Verificamos, portanto, que a aplicação da regulação do *insider trading* depende da cooperação e coordenação entre reguladores nacionais do mercado de capitais. Isoladamente, um regulador nacional estaria confinado às fronteiras nacionais, sem acesso a *insiders* ou evidências no exterior, impedindo a eficaz supervisão dos mercados. Com a integração dos mercados de capitais, necessária se tornou a integração da supervisão dos mercados através da cooperação e assistência mútua entre reguladores.

### Conclusão

A negociação eletrônica de valores mobiliários tornou simples investir por meio da contratação em mercados estrangeiros. Enquanto no passado ordens de compra de ações em bolsas no exterior levariam horas para serem atendidas, inovações tecnológicas e autorizações legais mais simples permitem a execução de ordens no mundo todo em segundos. Essas inovações são características de mercados de capitais profundamente internacionalizados, no qual empresas e investidores circulam com relativa facilidade.

Nesse contexto, surge a necessidade de se adaptar a regulação do mercado de capitais aos novos desafios colocados pela internacionalização dos ilícitos nas operações com valores mobiliários. Entendemos que esse processo de adaptação deva ser desenvolvido dentro da atual estrutura regulatória do mercado de capitais, sem a necessidade de criação de um regulador global. Portanto, a supervisão e aplicação das normas que regulam o mercado de valores mobiliários serão realizadas pelos reguladores nacionais sem interferência direta de nenhuma autoridade supranacional. Assim, não se trata de instalar um regime regulatório entre vários sistemas jurídicos, mas entender qual o mecanismo mais adequado para que reguladores nacionais adaptem a regulação do mercado de capitais aos novos desafios trazidos pela globalização.

Os reguladores do mercado de capitais reagiram à internacionalização principalmente através de três abordagens: harmonização regulatória por meio de fóruns internacionais, competição regulatória entre jurisdições e cooperação entre reguladores do mercado de capitais. As três abordagens, embora distintas, são altamente interconectadas e devem complementar-se. Sugerimos, especificamente, que a competição regulatória e a harmonização devem ser vistas como complementos, não substitutos. A demarcação entre as duas é mais bem determinada no caso a caso, mas a harmonização mínima deve prevalecer sobre a uniformização total, para que a competição entre reguladores tenha espaço. Isso, pois a competição regulatória, através de mecanismos de mercado, estimula a inovação e a experimentação, resultando em formas eficientes de regulação.

Entretanto, como a competição regulatória pressupõe alguns fatores quase nunca completamente presentes, notamos que a competição deve ser dosada com harmonização para que não resulte em uma corrida pela desregulamentação (*race to the bottom*).

Quanto menor a diferença de liquidez entre bolsas de valores, maior será a competição regulatória. Como algumas bolsas de valores no mundo atingiram patamares de liquidez similares aos das bolsas americanas, a regulação surgiu como um fator cada vez mais importante na decisão de onde empresas emitem valores mobiliários. Nesse sentido, é possível observar como a competição entre centros financeiros incentiva os reguladores a buscar a “regulação ótima”, ou seja, um sistema regulatório eficiente do mercado de capitais capaz de atrair empresas e investidores.

Já a harmonização internacional deve ser o objetivo quando uma falha de mercado transcende fronteiras nacionais, tornando ineficazes medidas isoladas de reguladores nacionais. Mesmo ponderando as limitações da competição regulató-

ria, endossamos a opinião de que a competição deve ser a opção padrão. Portanto, na ausência de indícios fortes de que uma falha de mercado apenas possa ser solucionada pela harmonização internacional, a competição regulatória deve prevalecer. Dessa forma, a presunção sempre favorecerá a competição, evitando a excessiva padronização da regulação do mercado de capitais. A competição insere oxigênio no sistema, permitindo sua constante renovação através de um processo de experimentação não coordenado. Por isso, defendemos também que a competição permeie, sempre, o processo de harmonização. O padrão escolhido deve ser fruto da competição e a harmonização deve deixar lacunas a serem preenchidas pela competição. Ademais, a harmonização pode ser resultado do próprio processo de competição regulatória.

Ademais, deve-se atentar para o caráter não vinculante dos memorandos de entendimento. Por seus próprios termos, os MOUs não têm força vinculante, não geram obrigações jurídicas. Na ausência de tratados internacionais e instituições com poder de coerção, reguladores nacionais criaram fóruns para compartilhar idéias, coordenar esforços de aplicação da regulação e negociar padrões comuns. A IOSCO não pretende estabelecer normas jurídicas, vinculantes. A idéia básica é que a troca de informações e experiência levará a um processo de aprendizagem mútua, permitindo o desenvolvimento de princípios comuns, gerando convergência. Contudo, a natureza informal e não vinculante das normas adotadas pela IOSCO e dos memorandos de entendimento limita a eficácia do sistema de cooperação. Quando reguladores nacionais têm incentivos para descumprir essas normas, não há forma de obrigá-los. A cooperação entre reguladores do mercado de capitais se tornou tão essencial que a matéria talvez deva ser tratada em um âmbito mais formal, por chefes de estado e ministros, através de tratados formalmente negocia-

dos, gerando obrigações jurídicas para os signatários.

### Bibliografia

- ACCIOLY, H. (1948). *Manual de Direito Internacional Público*. São Paulo, Saraiva.
- BENY, L. N. (2008). "What explains insider trading restrictions? International evidence on the Political Economy of Insider Trading Regulation", *The John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper Series* n. 81. Disponível em <http://law.bepress.com/umichlwps/olin/art81>, acesso em 2.8.2009.
- BETTIS, J. C.; COLES, J.; e LEMMON, M. (2000). "Corporate policies restricting trading by insiders", *Journal of Financial Economics* 57. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=76649](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=76649), acesso em 3.8.2009.
- BHATTACHARYA, U.; e DAOUK, H. (2002). "The world price of insider trading", *Journal of Finance*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=249708>, acesso em 28.7.2009.
- BOVESPA (2009). *Participação dos Investidores Estrangeiros em Distribuições Públicas*. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/PartIn-vest/index.asp>, acesso em 10.7.2009.
- BRUMMER, C. J. (2008). "Stock exchanges and the new market for Securities Laws", *University of Chicago Law Review*, vol. 75. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1014683>, acesso em 4.8.2009.
- \_\_\_\_\_. (2009). "Post-American Securities Regulation", *California Law Review*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1441508>, acesso em 4.8.2009.
- CHOI, S.; e GUZMAN, A. (1997). "National laws, international money: regulation in a global capital market", 65 *Fordham Law Review*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=10246>, acesso em 5.8.2009.
- COFFEE, J. C. (2002). "Racing towards the top?: the impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance", *Columbia Law and*

- Economics Working Paper* n. 205. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=315840](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=315840), acesso em 19.7.2009.
- COLOMBATTO, E.; e MACEY, J. R. (1996). "A public choice model of international economic cooperation and the decline of the nation state", *Cardozo Law Review* n. 18. Disponível em <http://web.econ.unito.it/colombatto/cardoso.pdf>, acesso em 8.8.2009.
- COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION (2006). *Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation*. Disponível em [http://www.capmktsreg.org/pdfs/11.30Committee\\_Interim\\_ReportREV2.pdf](http://www.capmktsreg.org/pdfs/11.30Committee_Interim_ReportREV2.pdf), acesso em 4.8.2009.
- \_\_\_\_\_. (2009). *The Global Financial Crisis: a Plan for Regulatory Reform*, maio. Disponível em [http://www.capmktsreg.org/pdfs/TGFC-CCMR\\_Report\\_\(5-26-09\).pdf](http://www.capmktsreg.org/pdfs/TGFC-CCMR_Report_(5-26-09).pdf), acesso em 18.7.2009.
- CVM (2009). *Acordos Bilaterais ou Memorandos de Entendimento (MOUs) Assinados*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/reinter/acordosinternacionais.asp#Bilaterais>, acesso em 28.7.2009.
- DAVIES, G. T. (2006). *The Legal Framework of Regulatory Competition*. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=903138](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=903138), acesso em 21.7.2009.
- DE NARDIS, E. S.; GIANI, L.; e VANNINI, R. (2009). *Diamonds and Pearls among Financial Markets: the Keys to Succeed in Regulatory Competition*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1328000>, acesso em 25.7.2009.
- EIZIRIK, N. et al. (2008). *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª ed., Rio de Janeiro, Renovar.
- FOX, M. B. (1999). "Retaining mandatory securities disclosure: why issuer choice is not investor empowerment", *Virginia Law Review*, vol. 85. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=201828>, acesso em 12.7.2009.
- GADINIS, S. (2008). "The politics of competition in international financial regulation", *Harvard International Law Journal*, vol. 49. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1145530](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1145530), acesso em 19.7.2009.
- GERADIN, D.; e MCCAHERY, J. A. (2005). "Regulatory co-opetition: transcending the regulatory competition debate", *Amssterdam Center for Law & Economics Working Paper* n. 2.005-2.006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=821087>, acesso em 30.7.2009.
- HANSON, J. A.; HONOHAN, P.; e MAJNONI, G. (2003). *Financial Regulatory Harmonization and the Globalization of Finance*. International Bank for Reconstruction and Development/World Bank. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=343260](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343260), acesso em 10.7.2009.
- IOSCO (2002). *IOSCO Multilateral Memorandum of Understanding*. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf>, acesso em 28.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (2003a). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, acesso em 11.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (2003b). *Methodology for Assessing the Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD266.pdf>, acesso em 14.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (2003c). *Insider Trading: how Jurisdictions Regulate It*. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>, acesso em 7.8.2009.
- \_\_\_\_\_. (2007). *Obstacles to Joining the IOSCO MOU. Emerging Markets Committee*. Disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD246.pdf>, acesso em 29.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (2009a). *IOSCO Historical Background*. Disponível em <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=history>, acesso em 10.7.2009.
- KINGSBURY, B.; KRISCH, N.; e STEWART, R. B. (2005). "The emergence of Global Administrative Law", *Law and Contemporary Problems* n. 68. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=692628>, acesso em 4.8.2009.



- LEÃES, L. G. P. D. B. (1982). *Mercado de Capitais e Insider Trading*. São Paulo, Ed. RT.
- LICHT, A. (1997). "Games commissions play: 2 x 2 games of International Securities Regulation", *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series* 223. Disponível em <http://lsr.nellco.org/harvard/olin/papers/223/>, acesso em 9.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (1998b). "International diversity in securities regulation: some roadblocks on the way to convergence", *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, ISSN Paper 233. Disponível em <http://lsr.nellco.org/harvard/olin/papers/233>, acesso em 11.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (1998c). "Regulatory arbitrage for real: International Securities Regulation in a world of interacting securities markets", *Virginia Journal of International Law*. Disponível em [http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/219\\_2.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/219_2.pdf), acesso em 7.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (2000). "Stock exchange mobility, unilateral recognition, and the privatization of Securities Regulation", *Virginia Journal of International Law*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=246789>, acesso em 29.7.2009.
- MACINTOSH, J. G. (1995). *International Securities Regulation: of Competition, Cooperation, Convergence, and Cartelization*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=10162>.
- MC GEE, R. W. (2004). *Insider Trading Regulation in Transition Economies*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=538702>, acesso em 21.7.2009.
- MCKINSEY & COMPANY (2007). *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*. Disponível em [http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny\\_report\\_final.pdf](http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf), acesso em 22.7.2009.
- NYSE (2009). *New York Stock Exchange Listings Directory*. Disponível em [http://www.nyse.com/about/listed/lc\\_ny\\_region.html](http://www.nyse.com/about/listed/lc_ny_region.html), acesso em 9.7.2009.
- P. CHAN, J. S.; e SUBRAHMANYAM, M. G. (2005). "Liquidity and asset prices in multiple markets", *NYU Working Paper* n. FIN-05-006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1294142>, acesso em 8.8.2009.
- PROENÇA, J. M. M. (2005). *Insider Trading: Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais*. São Paulo, Quartier Latin do Brasil.
- REZEK, J. F. (1984). *Direito dos Tratados*. Rio de Janeiro, Editora Forense.
- ROMANO, R. (1985). "Law as a product: some pieces of the incorporation puzzle", *Journal of Law, Economics and Organization* 225. Disponível em <http://jleo.oxford-journals.org/cgi/content/citation/1/2/225>, acesso em 12.7.2009.
- \_\_\_\_\_. (2001). "The need for competition in International Securities Regulation", *Yale Law & Economics Research Paper* n. 258. Disponível em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=278728](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=278728), acesso em 11.7.2009.
- SCOTT, H. S. (2006). *International Finance: Transactions, Policy, and Regulations*. 13<sup>a</sup> ed., S./I., Foundation Press.
- SYKES, A. O. (2000). "Regulatory competition or regulatory harmonization? A silly question?", *Journal of International Economic Law*, vol. 3, n. 2. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=228338>, acesso em 22.7.2009.
- TABAK, B. M. M.; e LIMA, E. J. A. (2002). "The effects of the brazilian ADRs Program on domestic market efficiency", *Banco de España Research Paper* n. WP-43. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=926534>, acesso em 7.8.2009.
- TJIONG, H. (2000). "Breaking the spell of regulatory competition: reframing the problem of regulatory exit", *MPI Collective Goods Preprint* n. 2000/13. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=267744> or DOI: 10.2139/ssrn.267744, acesso em 11.7.2009.
- TRACHTMAN, J. P. (1999). *Regulatory Competition and Regulatory Jurisdiction in International Securities Regulation*. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=193688>, acesso em 25.7.2009.

- VERDIER, P. H. (2009). "Transnational regulatory networks and their limits", *Yale Journal of International Law*, vol. 34, n. 1. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1333201>, acesso em 1.8.2009.
- VLACHOS, J. (2004). *Do Regulatory Similarities Increase International Portfolio Holdings?* Disponível em <http://ssrn.com/abstract=515969>, acesso em 28.7.2009.
- WHITE, L. J. (1996). "International regulation of securities markets: competition or harmonization?", in LO, A. W. (org.) *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*. Chicago, University of Chicago Press.
- YAZBEK, O. (2007). *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro, Elsevier.
- ZANDT, D. E. V. (1991). "The regulatory and institutional conditions for an international securities market", *Virginia Journal of International Law* 32.
- ZARING, D. (2009). *Why Do some Networks Fail and others Succeed? A Case Study in Financial Regulation*. Disponível em <http://www.law.uga.edu/intl/zaring.pdf>, acesso em 17.7.2009.