



Working
Paper

518

CCGI - Nº 21
Working Paper Series
NOVEMBRO DE 2019



SAO PAULO SCHOOL
OF ECONOMICS

O Quadro Regulatório do Sistema Financeiro Internacional

Vera Thorstensen
Michelle Ratton
Alexandre Coelho

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getulio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV. Portaria FGV Nº19

Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas FGV EESP

www.fgv.br/eesp

O Quadro Regulatório do Sistema Financeiro Internacional

Vera Thorstensen¹

Michelle Ratton²

Alexandre Coelho³

Resumo: O presente artigo tem por objetivo examinar a estrutura regulatória do mercado financeiro, incluindo fóruns e instituições internacionais regulatórias, bem como os tipos de regulações, na maioria, no âmbito da *soft law*. O trabalho também procura examinar a estrutura internacional da regulação dos mercados de crédito, de capitais e de seguros no Brasil, apontando os desafios da regulação do sistema financeiro global.

Palavras-chave: sistema financeiro internacional; regulação do mercado financeiro internacional; *soft law*; mercado de crédito; mercado de capitais; mercado de seguros; crise financeira internacional.

Abstract: This article aims to examine the regulatory framework of such international financial system, including global regulatory forums and institutions, as well as the types of regulations, mostly within the scope of soft law. Also seeks to demonstrate the influence of the international structure on the rules of Brazil's credit, capital, and insurance markets, finally pointing to the challenges of the global financial system.

Keywords: international financial system; regulation of the international financial market; soft law; credit market; capital market; insurance market; international financial crisis.

¹ Professora da Escola de Economia de São Paulo - FGV. Coordenadora do Centro do Comércio Global e Investimento - CCGI. Titular da Cátedra OMC no Brasil.

² Professora da Escola de Direito de São Paulo – FGV. Coordenadora do Núcleo de Direito Global e Desenvolvimento – NDGD.

³ Pesquisador Sênior do CCGI e do NDGD.

1. Introdução

Um dos grandes desafios do mundo atual é o de compreender os impactos das finanças internacionais para a economia, e em particular, para o comércio internacional. A história das crises financeiras internacionais deu relevo ao papel do Direito junto aos mercados financeiros, destacando o conceito de *soft law* em contraposição ao sistema de *hard law*, base jurídica do comércio internacional. Grande parte das análises se concentram nos papéis do Banco Mundial (BM) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) dentro da arquitetura regulatória do sistema financeiro, dando menos destaque os reguladores setoriais, tais como o Comitê de Basileia e as organizações internacionais para as Comissões de Valores Mobiliários e as seguradoras.

Diversas são as razões para regular o sistema financeiro internacional e para estudar suas ineficiências. Do ponto de vista econômico, podem existir externalidades produzidas pelas atividades do mercado financeiro, as quais não são facilmente resolvidas por atores privados. A definição e os motivos que levam à regulação do mercado financeiro internacional estão em constante debate entre advogados, reguladores, políticos e acadêmicos (Davies e Green, 2011).

Por outro lado, as finanças internacionais ou os mercados financeiros não existem no vácuo ou fora da lei, estatutos e regras regulatórias. Pelo contrário, os mercados financeiros são criados e formados por leis e por regras (Pistor, 2013). Exemplo é o mercado de derivativos de balcão internacional, que não existiria sem a estruturação e a padronização de acordos e a legitimidade das respectivas jurisdições, estruturadas pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA)⁴. Como consequência, as regras negociadas e as leis estabelecidas concedem autoridade aos meios de pagamento, além de oferecer a seus detentores, empresas privadas ou governo, dos instrumentos financeiros ou contratos financeiros necessários para que exerçam o direito de reivindicar os termos neles incluídos. De acordo com Pistor (2013), não existem mercados financeiros não regulamentados, apenas aqueles regulamentados pelo governo ou pelo setor privado.

Do ponto de vista social por sua vez, as finanças internacionais podem ser consideradas mecanismo poderoso de socialização, na medida em que une poupadores e investidores, permitindo a alocação de recursos e a administração de riscos (Picciotto, 2011). Assim, o sistema financeiro internacional é o eixo sobre o qual o mundo econômico gira, afetando a

⁴ *International Swaps and Derivatives Association – ISDA* (<<http://www2.isda.org>>). Organização de autorregulação, formada pelos principais bancos e corretoras internacionais que regulam o mercado de balcão de derivativos (em contraposição às plataformas de negociação das bolsas de valores).

economia e a política de cada país, unindo economias ao redor do mundo, e provendo acesso ao crédito internacional (Frieden, 2015; Eichengreen, 2008).

Quanto à integração e internacionalização dos mercados financeiros e de capitais, todos os dias, bilhões de dólares em ações, títulos de dívida corporativa e governamental, bem como moedas internacionais, circulam eletronicamente de mesa de operações em mesa de operações, em busca da melhor taxa de retorno, de tal modo que Cingapura, Paris, Londres ou o Panamá ficam, do ponto de vista financeiro, tão próximos quanto o centro de Manhattan e Wall Street (Frieden, 2015).

Os recursos financeiros cruzam as fronteiras políticas dos Estados de forma mais rápida e simplificada do que bens e serviços, graças à tecnologia e aos canais de intermediação financeira que consistem, entre outros agentes, de corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, bancos, fundos de investimentos e investidores em geral, sejam pessoas físicas ou jurídicas. Essa mobilidade reflete maior grau de globalização do sistema financeiro internacional e de integração entre os agentes financeiros, de forma que o mundo de hoje está financeiramente mais conectado do que há 30 anos atrás (Lane e Ferretti, 2017).

O lado positivo dessa internacionalização é a democratização do capital e a diversificação dos riscos⁵ por meio de sofisticados instrumentos financeiros. Investimentos podem ser direcionados a qualquer tipo de empreendimento produtivo, independentemente da sua localização geográfica, permitindo às empresas e a quaisquer tipos de negócios o acesso à poupança internacional que de outro modo não seria possível em virtude da limitação de recursos de seus países de origem.

Tal globalização, todavia, devido à integração e a consequente mobilidade dos capitais podem transformar crises financeiras domésticas em crises financeiras mundiais, o que exige a criação de instituições que possam promover a estabilidade e a transparência das operações cursadas dentro sistema financeiro internacional. Na esfera macroeconômica, os impactos dos fluxos de capitais internacionais nas economias dos países receptores são reconhecidos com base na história das crises financeiras globais.

Por essa lente, verificamos que a supervisão e a regulamentação do sistema financeiro internacional têm se desenvolvido como resultado de constantes crises que causam depressões

⁵ Entre os diversos riscos existentes, podemos destacar: (i) risco de crédito - risco de que a contraparte na transação não honre sua obrigação nos termos e condições do contrato. O risco de crédito está presente nos empréstimos e financiamentos; (ii) risco de liquidez - risco de a instituição tornar-se incapaz de honrar suas obrigações ou de garantir condições para que sejam honradas; e (iii) risco de mercado - risco de desvalorização de instrumento financeiro ou de carteira de instrumentos financeiros, decorrente de variação nas taxas de juros, nas taxas de câmbio, nos preços de ações ou nos preços de mercadorias.

econômicas, desemprego e falências de diversas empresas, sejam elas de capital aberto ou não. Em suma, os mercados financeiros e de capitais quando deixados por sua própria conta e risco são um terreno fértil para comportamentos desastrosos e decisões financeiras de alto risco, levando a vastas crises internacionais (Kuttner, 2009).

O presente artigo tem por objetivo examinar a estrutura regulatória do sistema financeiro internacional, incluindo fóruns e instituições internacionais regulatórias, bem como os tipos de regulações, na maioria no âmbito da *soft law*⁶. O artigo também procura introduzir a influência dessa estrutura na regulação dos mercados financeiros e de capitais no Brasil.

2. Considerações históricas sobre as Crises Financeiras Internacionais

Embora o Direito das Finanças Internacionais seja ainda considerado um campo emergente de estudo, quando comparado ao Direito do Comércio Internacional ou aos Direitos Humanos, a demanda por regulação do sistema financeiro internacional não é nova por si só (Brummer, 2015). As raízes de sua atual “reencarnação” podem ser traçadas às respostas regulatórias aos excessos dos anos 20, ou à era de ouro da economia norte-americana, embora tenha sido, mais recentemente, quase destruída por um mercado de capitais alavancado e com fins unicamente especulativos (Brummer, 2015).

No período do padrão-ouro, entre 1870-1914, bancos como o *Barings* e o *Rothschilds* e financistas como norte-americano *Drexel Morgan* acessaram o mercado internacional de capitais para financiarem o desenvolvimento industrial na Inglaterra e as ferrovias dos Estados Unidos. Diversos outros bancos norte-americanos também desenvolveram diversas redes de negócios bancários, tanto no varejo, quanto no atacado para financiamentos de empresas junto aos mercados financeiros e de capitais internacionais, tais como *Citibank* e *Barclays* (Picciotto, 2011).

No entanto, fraudes e a desmedida especulação financeira em uma época em que imperava a livre movimentação de capitais e a ampla desregulamentação levou à quebra da bolsa de valores de Nova York em 1929 e à falência de diversos outros bancos de menor porte nos Estados Unidos, resultando na restrição de operações e no aumento da regulação bancária e do mercado de capitais ⁷ (Reinhart e Rogoff, 2009).

⁶ Não há uma tradução “natural” para o português, na medida em que *direito mole* ou *direito flexível* não refletem a verdadeira natureza desse tipo jurídico. Dessa forma, cedemos ao anglicismo.

⁷ Exemplos: (i) Securities Act de 1933, com o objetivo de regular a negociação secundária de valores mobiliários nos Estados Unidos; (ii) Securities Exchange Act de 1934, voltado para a regulação das bolsas de valores; e o (iii)

O mundo financeiro, sob a influência de Keynes e com o abandono do padrão-ouro, entrou na fase de controle de capitais e do câmbio fixo, instituindo o sistema de *Bretton Woods* em julho de 1944, com a criação do Fundo Monetário Internacional (Krugman, Obstfeld e Melitz, 2015). Entre 1946 e 1973 o mundo viveu um período de relativa estabilidade financeira nos mercados internacionais sem graves crises bancárias durante o período (Reinhart e Rogoff, 2009).

Em 1973, a liberalização do controle de capitais, a adoção do regime de câmbio flutuante levou o sistema financeiro internacional a um novo patamar e à financeirização dos mercados internacionais. As transações financeiras internacionais se desenvolveram, promovendo a integração dos mercados, tal como conhecemos hoje, destacando os seguintes fatos que moldaram o sistema financeiro internacional (Picciotto, 2011):

- i) a mudança no tipo de financiamento das empresas, que antes era relacional entre empresa e banco, para financiamentos via abertura de capital junto ao mercado;
- ii) uma massiva expansão do mercado financeiro em detrimento da economia real;
- iii) um crescimento sem precedentes dos ativos financeiros e da alavancagem das instituições financeiras (exemplo: empréstimos sem garantias ou lastro);
- iv) o surgimento de complexos instrumentos financeiros (exemplo: contratos de derivativos, tais como os *Credit Default Swaps*⁸, que, entre outras causas, promoveram a recente crise financeira de 2008); e
- v) os níveis extraordinários de transações financeiras internacionais (*cross-border transactions*).

De acordo com Relatório do *Bank for International Settlements* (BIS) de 2019⁹, é possível observar que o total diário transacionado no mercado internacional de moedas – com base no mês de abril/2016 – foi de 5,1 trilhão de dólares (Figura 1 abaixo). Esse valor pode ser considerado “um nível extraordinário de transações financeiras”, quando comparado, por exemplo, com 1973, em que o mercado de moedas mundial tinha uma liquidez diária de 15

Investment Company Act de 1940, visando regular a atuação das companhias abertas e dos diretores e membros do Conselho de Administração dessas empresas.

⁸ De acordo com o Banco Central do Brasil, no contrato de *Credit Default Swap* (CDS), transfere-se o risco da instituição financeira que realizou a operação (contraparte transferidora de risco) para o garantidor (contraparte receptora de risco), o qual assume a obrigação de comprar os créditos referenciados ou, simplesmente, de pagar determinado valor caso ocorra inadimplência. Acessado em 20.08.2019. Disponível em Bacen – Relatório de Inflação Março 2002/Derivativos de Crédito: <<https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2002/03/ri200203b2p.pdf>>.

⁹ BIS 2019 – Triennial Survey. *Triennial Central Bank Survey OTC interest rate derivatives turnover in April 2016*. Acesso em 20.08.2019. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/rpfx16ir.pdf>>.

bilhões de dólares (Abdelal, 2007) ou mesmo com 2004, com liquidez diária de 1,9 trilhão de dólares.

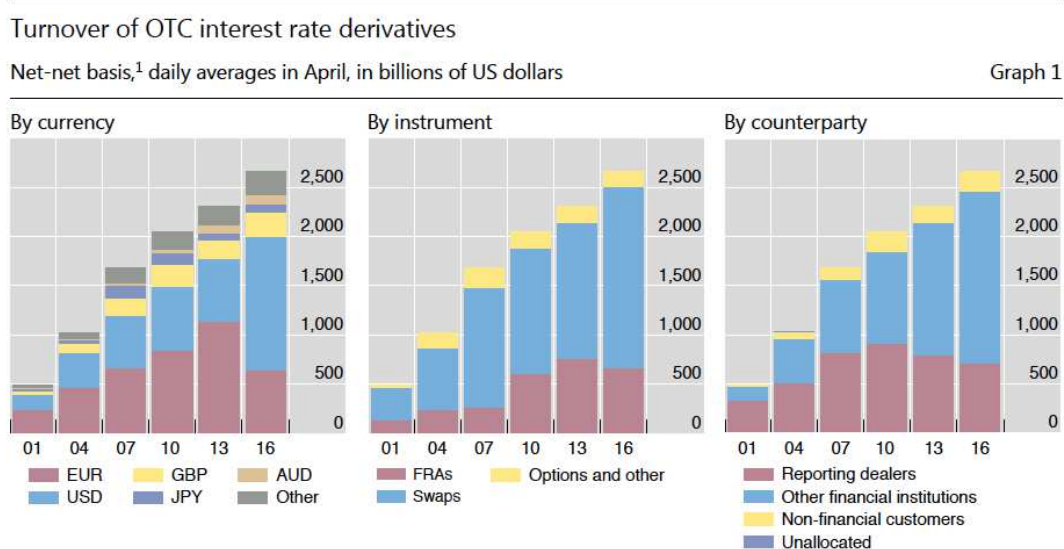
Figura 1: Total diário transacionado no mercado internacional de moedas

OTC foreign exchange turnover						
Net-net basis, ¹ daily averages in April, in billions of US dollars						
Instrument	2001	2004	2007	2010	2013	2016
Foreign exchange instruments	1,239	1,934	3,324	3,973	5,357	5,067
Spot transactions	386	631	1,005	1,489	2,047	1,652
Outright forwards	130	209	362	475	679	700
Foreign exchange swaps	656	954	1,714	1,759	2,240	2,378
Currency swaps	7	21	31	43	54	82
Options and other products ²	60	119	212	207	337	254
Memo:						
Turnover at April 2016 exchange rates ³	1,381	1,884	3,123	3,667	4,917	5,067
Exchange-traded derivatives ⁴	12	25	77	145	145	115

Fonte: Euromoney Tradedata; Futures Industry Association; The Options Clearing Corporation; BIS derivatives statistics. Foreign exchange futures and options traded worldwide.

Por sua vez, o referido Relatório do BIS de 2019 mostra que em um único dia as transações com derivativos de taxas de juros (swap de taxas de juros) chegaram a 2,7 trilhões de dólares. Em abril de 2010, a liquidez diária envolvendo operações com derivativos foi de 2,1 trilhões de dólares (Figura 2).

Figura 2: Transações com derivativos



Fonte: BIS Triennial Central Bank Survey 2016 – released in 2019.

Embora tenham produzido maior proteção financeira às companhias e aos investidores internacionais, como é o caso dos derivativos de taxas de juros e a diversificação dos riscos,

esses fatores têm promovido igualmente a instabilidade financeira e a mobilidade dos riscos financeiros. Não se pode entender como mera coincidência as diversas crises financeiras internacionais em diferentes períodos da história econômica a partir da década de 70 (Schinasi, 2006).

A dívida soberana dos países da América Latina provou ser o “tendão de Aquiles” na crise financeira dos anos 80, enquanto a dívida privada – financiada pelos influxos de capitais internacionais – foi a fonte da crise cambial asiática do final dos anos 90 (Avdjiev et al, 2018). Recentemente, a crise financeira internacional de 2008 ou a *crise do subprime* foi causada por dívidas imobiliárias domésticas detidas por bancos norte-americanos e internacionais, contaminando, por fim, o sul da Europa, em que a crise financeira europeia teve por base os empréstimos bancários e as dívidas soberanas, sendo a Grécia o epicentro dessa crise, seguida pela Espanha, Portugal, Itália, Chipre e Irlanda (Zestos, 2016; Wolf, 2014).

A crise da Ásia nos anos 1990 e das economias avançadas de 2008 demonstraram que o conhecimento e o constante aprimoramento da regulação do sistema financeiro internacional podem não ser suficientes para conter as crises que arruinaram economias inteiras, mas são – no mínimo – necessárias.

A crise financeira internacional de 2008, por exemplo, foi a maior da história do capitalismo desde a grande depressão de 1929. Começou nos Estados Unidos, após o colapso da bolha especulativa no mercado imobiliário, alimentada pela enorme expansão de crédito bancário e potencializada pelo uso de novos instrumentos financeiros.

Quando a oferta de imóveis nos Estados Unidos tornou-se maior que a demanda e os valores desses bens despencaram, os mutuários deixaram de pagar suas dívidas com os bancos, provocando a perda de valor e o vencimento antecipado dos títulos hipotecários com garantias duvidosas ou inexistentes (*títulos de segunda linha*) e dos derivativos lastreados nesses títulos.

Nesse caso, pode-se observar a inexistência de regulamentação específica que permitia que os bancos não registrassem os *títulos de segunda linha* em seus balanços, acarretando, por consequência: (i) uma menor alocação de capital para cobrir riscos de descumprimentos contratuais por parte dos mutuários; e (ii) o desconhecimento, por parte de outros bancos e investidores contratantes, dos riscos de crédito a que estavam expostos.

Esse evento levou à falência de várias instituições financeiras nos Estados Unidos e na Europa, notadamente porque os bancos europeus eram os maiores detentores dos mencionados títulos.

O Brasil, por sua vez, embora tenha suportado relativamente bem a crise, não ficou imune ao crescimento e à internacionalização do mercado financeiro. A crise provocou a

desvalorização do Real, promovendo perdas às empresas brasileiras que realizavam operações com derivativos. No total, os prejuízos para o setor privado brasileiro em 2008, envolvendo operações internacionais com derivativos, foram aproximadamente de 25 bilhões de dólares¹⁰.

Os gráficos abaixo (Figura 3) mostram que a crise financeira de 2008 produziu efeitos negativos em diversas áreas da economia mundial, passando pelo comércio, pelos investimentos estrangeiros diretos e empréstimos, de forma que houve um decréscimo do fluxo internacional de capitais não recuperados até meados de 2018, com valores abaixo do período pré-crise do *subprime*.

Figura 3: Efeitos negativos da crise financeira de 2008



Fonte: The Economist – Jan 2019¹¹ / FMI; UNCTAD, BIS, Bloomberg e McKinsey.

Após o auge da crise, começaram a surgir respostas regulatórias nos principais centros financeiros do mundo, tentando dar conta às demandas dos contribuintes, dos investidores e

¹⁰ Relatório do Bank for International Settlements (BIS Quarterly Review: Financial Market Developments). jun 2009. Disponível em: <www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906.pdf>. Acesso em: 20.05.2019.

¹¹ The Economist – Jan 24th, 2019. Globalisation has faltered - It is now being reshaped. Acesso em 26.05.2019. Disponível em: <<https://www.economist.com/briefing/2019/01/24/globalisation-has-faltered>>.

dos governos. É neste cenário que em 2010 o Congresso norte-americano aprova a *Lei Dodd-Frank*¹².

Entre os diversos temas regulados pela nova lei, destacam-se princípios voltados à contenção do risco sistêmico dos mercados financeiros e de capitais, regras direcionadas às agências de classificação de risco, à remuneração de executivos financeiros, às operações bancárias e aos mercados de derivativos. Por sua vez, o Parlamento Europeu aprovou lei semelhante em 2012, o Regulamento EMIR – *European Market Infrastructure Regulation*¹³. Além dessas leis, instituições regulatórias e fóruns políticos como o G20 e o Conselho de Estabilidade Financeira ganharam poder de influência e foram reestruturados.

Em síntese, investidores em geral e canais de transferência de capitais e de riscos, tais como os bancos, podem se tornar geradores de crises financeiras, afetando negativamente a economia mundial. Diante dessa realidade, diversos Estados tomaram providências regulatórias no sentido de restabelecer o equilíbrio econômico novamente.

A grande questão que se colocava, pós crise de 2008, no quadro internacional, seria a necessidade de se criar, no sistema financeiro internacional, uma estrutura regulatória similar ao comércio internacional. Outros pontos em aberto seriam: quais suas características, que tipo de estrutura e quais os tipos jurídicos de orientação, e se independente do país do investidor ou agente operador.

3. Tipo jurídico predominante no Mercado Financeiro Internacional: *soft* ou *hard law* ?

A principal característica da *soft law* é a de não se manifestar por meio de tratados, em que o cumprimento de suas disposições seria obrigatório. Podem ser resoluções e decisões dos órgãos de organizações internacionais, ou outros instrumentos por elas produzidos, mas que não são obrigatórios (Nasser, 2006).

Os reguladores setoriais do mercado financeiro internacional ou *standards setters*¹⁴ têm procurado responder às crises financeiras e às instabilidades inerentes ao mercado por meio de recomendações, memorandos de entendimento, comunicados e diretrizes, que são consideradas como de *soft law*.

¹² Dodd Frank Act – Congresso Norte Americano 2010. Acesso em 25.07.2019. Disponível em: <<https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>>.

¹³ Regulation (EU) No 648/2012 – Parlamento Europeu 2012. Acesso em 25.07.2019. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32012R0648>>.

¹⁴ Os *standards setters* ou reguladores setoriais são tratados no item 5 desse artigo.

Em princípio, *standards setters* são organismos internacionais e comitês que congregam a maioria das agências reguladoras dos mercados de capitais e de seguros do mundo, bem como representantes dos bancos centrais e de autorreguladores, como os auditores e os representantes de bancos privados. Essas instituições e comitês produzem normas e princípios que visam padronizar o comportamento dos administradores e gestores de recursos de terceiros, diretores e executivos de bancos, bem como mitigar o risco de crises financeiras internacionais.

O arcabouço regulatório contém regras e princípios voltados à regulação, transparência das operações financeiras, à limitação do risco sistêmico e à padronização de condutas de investidores, bancos, corretoras, gestores de fundos de investimentos, seguradoras, entre outros agentes do mercado. Junto com os esforços de cooperação entre os países e entre as agências reguladoras de cada nação, as regras de *soft law* são os principais instrumentos de atuação dos reguladores do mercado financeiro internacional.

Diferentemente de outras áreas do Direito Econômico Internacional, como por exemplo, o comércio internacional, em que os países assinam tratados vinculantes e obrigatórios (*hard law*), aderindo às regras da OMC, as regras de *soft law* produzidas por instituições intergovernamentais não possuem o mesmo efeito legal, não sendo reconhecidas e vinculantes para os efeitos do Direito Internacional.

A questão que se levanta, é se os reguladores domésticos do mercado financeiro podem ignorar as recomendações dos reguladores setoriais. A resposta poderia ser afirmativa, pois o descumprimento, em princípio, não resultaria em sanções formais como retaliações ou multas. Por outro lado, as regras de *soft law*, apesar da não-formalidade que as caracterizam, possuem qualidades que podem torná-las igualmente coercitivas, refletindo um atributo próprio da regulação do mercado financeiro internacional.

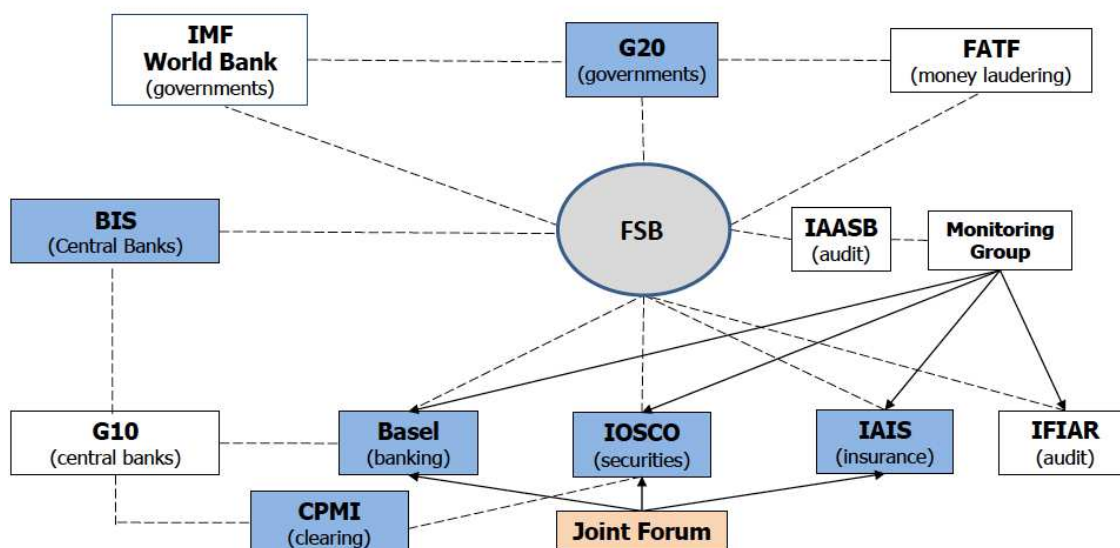
A primeira característica é a reputação da agência reguladora junto aos seus pares no mercado financeiro. Reguladores locais que adotam diretrizes e recomendações das instituições ou comitês intergovernamentais como o Comitê de Basileia, em suas respectivas jurisdições constroem uma boa reputação junto aos seus pares reguladores de outros países, afetando de forma positiva a sua capacidade de criar coalizões e alianças no futuro (Brummer, 2015). A segunda característica afeta os agentes de mercado, pois os juros para obtenção de recursos financeiros junto ao mercado internacional podem ser maiores do que a média para os bancos que não estiverem em conformidade com as recomendações do Comitê de Basileia (Brummer, 2015).

4. Arquitetura regulatória do Sistema Financeiro Internacional: reguladores setoriais

Similar às estruturas regulatórias domésticas, a arquitetura regulatória internacional é formada por instituições especializadas em diferentes mercados. Nota-se que, embora o sistema financeiro internacional seja cada vez mais integrado e globalizado, o arcabouço regulatório é fragmentado. As instituições regulatórias atuam de forma setorial, cada uma voltada para um subsistema diferente, tais como os mercados bancário, de capitais e de seguros.

É possível obter-se uma compreensão simplificada da arquitetura jurídica internacional por meio da Figura 4.

Figura 4 – Arcabouço do Sistema Financeiro Internacional



Fonte: Elaboração dos autores.

4.1.O Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial

Qual seria o papel do Fundo Monetário Internacional – FMI e do Banco Mundial na regulação do mercado financeiro internacional? Embora não sejam produtores de regras, recomendações e princípios voltados à mitigação de riscos e à cooperação entre os reguladores no mercado financeiro internacional, as organizações tradicionais como o FMI e o Banco Mundial agem como monitores da adesão ou não, por parte das normas e das autoridades domésticas, às recomendações oriundas dos Reguladores Setoriais. Trata-se de um sinal claro dirigido aos países membros do Fundo, via Banco Central, Comissão de Valores Mobiliários e à Superintendência de Seguros Privados, de que os bancos, corretoras e seguradores devem

estar em conformidade com certos standards para a manutenção da estabilidade financeira internacional.

Além da influência que os Reguladores Setoriais exercem sobre o mercado financeiro internacional, como é o caso do Comitê de Basileia sobre os bancos, existe o monitoramento feito pelo FMI e pelo Banco Mundial, que, por sua vez, se dá por meio de dois canais: (i) diretamente, por meio de condicionamento aos empréstimos dados aos países; e (ii) indiretamente, ao sinalizar a importância de adoção de certos padrões regulatórios, especialmente aos reguladores domésticos.

4.2. O Grupo dos 20 – G20, o Conselho de Estabilidade Financeira – FSB e os Reguladores Setoriais

Diferentemente das organizações internacionais tradicionais, a maioria das autoridades e comitês regulatórios do sistema financeiro internacional são constituídos por estatutos informais (não registrados), acordos e declarações sem obrigações formais dos chamados Reguladores Setoriais. Igualmente não possuem organismos de resolução de controvérsias, de recursos ou câmaras de arbitragem. Essa informalidade pode ser traduzida em eficiência procedimental, na medida em que ao adotar regras informais de constituição, seus membros tornam-se suficientemente flexíveis para se reunirem, quando necessário, de forma célere, para criarem ou reformarem regras e princípios que possam produzir soluções às demandas do mercado financeiro internacional em determinado momento de instabilidade (Brummer, 2015).

Os Reguladores Setoriais também são conhecidos como instituições intergovernamentais, pois a administração, os comitês e os corpos técnicos dessas entidades são conduzidos por representantes das agências reguladoras de seus respectivos países membros, não obstante os chefes de Estado e os ministros das finanças exerçam um importante papel político. As regras, diretrizes e recomendações emitidas por esses reguladores são elaboradas e aprovadas por técnicos das mencionadas agências reguladoras, como por exemplo, a *Securities and Exchange Commission* e a Comissão de Valores Mobiliários, respectivamente as agências reguladoras dos mercados de capitais dos Estados Unidos e do Brasil e membros da Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO).

No comércio internacional, a Organização Mundial do Comércio (OMC) é a autoridade regulatória e supervisora central das regras negociadas por seus membros. As normas de comércio internacional são elaboradas e publicadas, e quaisquer disputas ou problemas de interpretação das regras comerciais são discutidas e resolvidas no âmbito da própria OMC.

Diversamente, no sistema financeiro internacional não existe uma autoridade regulatória central e única que atraia para si a regulação, a supervisão e a solução de controvérsias. O sistema é fragmentado, com instituições de vários tamanhos, administradas por diferentes princípios de governança e que possuem objetivos regulatórios distintos.

4.2.1. O Grupo dos Vinte – G 20

O G20 foi formado em 1999 como iniciativa em resposta à crise cambial asiática, quando os ministros da área econômica do Grupo das sete maiores economias do mundo (G7) recomendaram a formação e estabelecimento de um fórum mais abrangente, visto que os países emergentes também podiam ser fontes de crises financeiras globais, sendo considerados sistematicamente importantes no âmbito do mercado financeiro internacional. Além de Estados Unidos, Japão, França, Reino Unido, Alemanha, Itália e Canadá, outros países como Brasil, Argentina, China, Índia, também passaram a ser representados no que se converteu no principal fórum de coordenação e discussão sobre a estabilidade financeira global. Hoje o G20 representa aproximadamente 90% do PIB mundial e 2/3 da população mundial¹⁵.

O G20 não possui equipe permanente e um Presidente é selecionado anualmente entre os membros do grupo, sendo ele responsável por criar um secretariado temporário para lidar com os trabalhos durante o tempo de seu mandato. Adicionalmente, esse grupo não possui sistema de votos, de forma que as diretrizes e recomendações finais dos encontros são geradas por meio de consenso. Sobre as regras de *soft law* produzidas por este fórum de discussão, destacam-se os Comunicados e as Declarações, que informam o público sobre os acordos obtidos pelo G20. Essas manifestações são publicadas ao final do encontro e tratam de políticas econômicas, de causas e de soluções para as crises e instabilidades do mercado financeiro internacional. Entre diversos assuntos já tratados pelo G20 em seus documentos, ressalta-se a reestruturação do sistema de votos do FMI, a regulação das agências de classificação de risco e a qualidade do capital detido pelos bancos.

4.2.2. O Conselho de Estabilidade Financeira – FSB

O Conselho de Estabilidade Financeira – *Financial Stability Board (FSB)* é uma extensão técnica do G20, que possui um caráter eminentemente político. O FSB surgiu em

¹⁵ G20 - <http://www.fazenda.gov.br/assuntos/atuacao-internacional/cooperacao-internacional/g-20-grupo-dos-20>. Acesso em 10.05.2019.

virtude da crise financeira de 2008, como sucessor do Fórum de Estabilidade Financeira, constituído após a crise asiática de 1999, assim como o G20. Essa instituição regulatória passou a ter um mandato mais amplo conferido por seus membros – ministros das finanças, representantes das respectivas comissões de valores mobiliários e dos bancos centrais dos países membros. O foco da regulação mudou do nível micro para o macro prudencial, isto é, se antes o Fórum avaliava os riscos sistêmicos concernentes a determinadas instituições e centros financeiros, o FSB passou a coordenar, em nível internacional, o trabalho das autoridades financeiras nacionais e dos Reguladores Setoriais, avaliando esses riscos em todo o sistema e não somente eventos ou instituições isoladas.

Sobre as regras de *soft law* já produzidas pelo FSB, pode-se destacar relatórios contendo: (i) estudos sobre os impactos das reformas regulatórias nas economias emergentes; (ii) princípios regulatórios vinculados às instituições financeiras de importância sistêmica, incluindo bancos, seguradoras e outras instituições financeiras; (ii) a localização e a avaliação das instituições “grandes demais para quebrar” – exemplo: bancos ou conglomerados financeiros de grande porte que, se entrarem em processo falimentar, podem desencadear reação de inadimplemento generalizado no sistema financeiro internacional; e (iii) estudos sobre a convergência entre normas contábeis internacionais e domésticas.

4.2.3. O Comitê de Regulação e Supervisão Bancária – Comitê de Basileia

Em 1974 o banco alemão *Bankhaus Herstatt* foi à falência em razão da queda do dólar no mercado internacional de moedas. Tendo em vista tratar-se de um banco com operações internacionais, não se sabia ao certo sob qual jurisdição recairia a responsabilidade por conduzir a falência e as respectivas investigações e, conseqüentemente, o banco central supervisor responsável por essas ações. É nesse cenário que os presidentes dos bancos centrais das maiores economias do mundo, entre elas Estados Unidos, Japão e Alemanha (G10) constituíram, em 1974, o Comitê de Regulação e Supervisão Bancária, conhecido como Comitê de Basileia, composto por 45 autoridades monetárias e supervisoras de 28 jurisdições. Trata-se do Regulador Setorial do mercado bancário.

O Banco de Compensações Internacionais ou *Bank for International Settlements – BIS* é uma organização internacional, responsável pela supervisão bancária no mundo todo, tendo como membros os bancos centrais de diversas jurisdições, inclusive o Brasil. Tem como objetivo principal promover a cooperação entre os bancos centrais e outras agências na busca da estabilidade monetária e financeira.

Embora não seja uma divisão do *Banco de Compensações Internacionais - BIS*¹⁶, o Comitê de Basileia utiliza-se de sua infraestrutura e equipe para conduzir estudos e publicar diretrizes, visando mitigar o risco sistêmico e promover a estabilidade no mercado financeiro internacional.

Como *regras de soft law*, destacam-se os Acordos de Basileia. Na sua primeira versão em 1988 – o Basileia I – o Comitê estabeleceu recomendações com exigências mínimas de capital para instituições financeiras internacionais para fins de redução do risco de crédito. Dessa maneira, os bancos que realizam empréstimos internacionais devem possuir um patrimônio destacado e suficiente para suportar os riscos de crédito inerentes a essas operações. As recomendações contidas no Basileia I foram revisadas pelo Comitê de Basileia, de forma que – em 2004 – o Comitê publicou um novo conjunto de recomendações direcionadas aos grandes conglomerados financeiros com exposição internacional. O Basileia II incorporou novos critérios para calcular o patrimônio necessário para suportar ocorrências em virtude de riscos de mercado e operacional¹⁷, além do risco de crédito já tratado no Basileia I. O incentivo à disciplina de mercado por meio de requerimentos de divulgação ampla de informações relacionadas aos riscos assumidos pelas instituições também foi acrescido às recomendações do Basileia II.

Com a crise financeira internacional de 2008, o Comitê de Basileia lançou em 2010, um novo conjunto de recomendações relativas ao capital prudencial dos bancos. Seguiu-se à publicação do Basileia III, com o compromisso de sua adoção pelas principais economias mundiais, que foi formalizado no encontro da Cúpula do G20 em Seul, visando à transferência dos novos padrões para o arcabouço regulatório de cada jurisdição.

O Basileia III elevou a quantidade do capital regulatório que deve ser reservado para situações de instabilidades do mercado financeiro: o capital mínimo de alta qualidade, que inclui apenas ações ordinárias e lucros retidos pelos bancos, aumentou de 2% para 4,5%; a obrigatoriedade de informar operações de mercados de capitais, especialmente operações envolvendo derivativos; a introdução de limites determinados de capital (*buffers*) em períodos de crescimento da economia mundial para serem utilizados em períodos de estresse do mercado

¹⁶ Localizado na cidade de Basileia – Suíça., o Banco de Compensações Internacionais ou *Bank for International Settlements – BIS* é uma organização internacional, responsável pela supervisão bancária no mundo todo, tendo como membros os bancos centrais de diversas jurisdições, inclusive o Brasil. Tem como objetivo principal promover a cooperação entre os bancos centrais e outras agências na busca da estabilidade monetária e financeira.

¹⁷ Risco operacional é o risco de haver erro humano ou falha de equipamentos, programas de informática ou sistemas de telecomunicações imprescindíveis ao funcionamento de determinado segmento estratégico dentro de um banco (exemplo: área de armazenamento de dados).

financeiro; recomendação de o nível do patrimônio deve flutuar de acordo com o ciclo da economia.

As diretrizes do Comitê de Basileia sobre capital regulatório começaram a ser implementadas no Brasil em 2013, por meio das Resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) números 4.192/13 e 4.193/13, em que novas estruturas de capital e novos padrões de apuração do capital mínimo foram definidos. Posteriormente, o Banco Central do Brasil publicou diversas circulares, entre elas as Circulares Números 3.634/13 e 3.648/13 em complemento às Resoluções do CMN, visando detalhar as formas de implementação das recomendações contidas no documento do Basileia III.

4.2.4. Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários / IOSCO

O Regulador Setorial voltado para o mercado de capitais é a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários – *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*. A globalização do mercado financeiro internacional aumentou a mobilidade de fraudadores e ampliou o potencial das corretoras e demais empresas do mercado de capitais como fontes de risco sistêmico. Esses fatos motivaram as diversas autoridades dos mercados de valores mobiliários ou de capitais a se unirem em busca de uma maior cooperação, visando a aplicação e a execução de regras domésticas quando instituições financeiras e criminosos encontram-se alocados em outros países, bem como a padronização e a eficiência das regras de transparência e de conduta de investidores e demais agentes do mercado.

A IOSCO congrega órgãos reguladores e fiscalizadores de mais de 110 países, os quais representam a quase totalidade da capitalização do mercado de valores mobiliários mundial. Esse Regulador Setorial foi criado em 1983, a partir de uma associação interamericana fundada em 1978.

A Comissão de Valores Mobiliários brasileira (CVM) é membro fundador da IOSCO e participa de vários comitês e grupos de trabalho. Em 2002 foi criado o Memorando Multilateral da IOSCO (MMoU), que se transformou no principal instrumento para assistência recíproca em investigações. O MMoU estabeleceu um formato padronizado para a cooperação e o intercâmbio de informações sigilosas entre autoridades reguladoras do mercado de capitais de diversos países, especialmente para fins investigativos. A CVM tornou-se signatária desse memorando em 2009.

Na atividade normativa da CVM, determinadas instruções e editais de audiência pública fazem menção expressa a estudos e recomendações da IOSCO, tais como as regras que

disciplinam a constituição das bolsas de valores – Instrução CVM 461/07 – e os procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários no mercado brasileiro – Instruções CVM 505/11 e 506/11 (Prado et al, 2015). Pode-se ainda citar a Instrução CVM 521/12, que dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito, em que o código de conduta das agências classificadoras de risco deve adotar os princípios éticos indicados pela IOSCO.

Pode-se observar que a CVM se apropria e utiliza das recomendações da IOSCO, mesmo sendo elas não-vinculantes ou obrigatórias, bem representando as regras de *soft-law*. Um dos fatores que parece explicar esse fato, é a reputação associada ao Regulador Setorial, na medida em que representaria uma influência isenta e independente de pressões bilaterais específicas, agindo a IOSCO como avalista das mencionadas instruções normativas.

4.2.5. Associação Internacional dos Supervisores de Seguros – IAIS

O Regulador Setorial voltado para o mercado de seguros é a Associação Internacional dos Supervisores de Seguros – *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)* criada em 1994 e que conta atualmente com reguladores de mais de 200 jurisdições, entre eles a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP. No começo dos anos 1990, as seguradoras e as companhias de resseguros¹⁸ intensificaram suas atividades internacionais, atuando como provedoras de seguros e como participantes em transações financeiras, passando também, conseqüentemente, a integrar a cadeia dos agentes que são fonte de risco sistêmico para o mercado financeiro internacional. Dessa forma, tornou-se necessária a criação de uma instituição regulatória também para o mercado de seguros.

As atividades da IAIS são semelhantes às realizadas pela IOSCO, em que o objetivo é promover a cooperação entre os reguladores das diversas jurisdições e o estabelecimento de padrões internacionais para as atividades de regulação e supervisão na área de seguros. Acompanhando a iniciativa dos demais Reguladores Setoriais, a IAIS adotou um memorando multilateral (MMoU) com o objetivo de viabilizar a cooperação e a troca de informações entre os reguladores das jurisdições integrantes da associação. A SUSEP tornou-se signatária desse documento em março de 2014.

Quanto à internalização de recomendações e princípios oriundos da IAIS, pode-se notar, por exemplo, que os normativos da SUSEP sobre microsseguro no Brasil – seguro voltado à

¹⁸ Empresas que proveem seguros para as seguradoras. Assim, a resseguradora indeniza as seguradoras por eventuais prejuízos que possam acontecer em decorrência das apólices vendidas por essas últimas.

população de baixa renda – contém princípios e conceitos estabelecidos em recomendações provenientes desse Regulador Setorial.

4.2.6. Fórum de Coordenação – Joint Forum

O papel do fórum é coordenar os trabalhos e as regras produzidas pela IAIS, pela IOSCO e pelo Comitê de Basileia. É composto em igual número por representantes sêniores das agências de regulação das seguradoras, dos bancos e dos mercados de capitais dos países membros. Treze países compõem o *Joint Forum*, entre eles os Estados Unidos, Reino Unido, Austrália, França, Alemanha, Canadá e China. O Brasil não participa das atividades desse fórum, embora seja membro da IOSCO, do Comitê de Basileia e da IAIS. A União Europeia por sua vez atua como observador.

O *Joint Forum* tem lidado com uma série de assuntos envolvendo bancos, seguradoras, fundos de investimentos, corretoras de valores mobiliários e investidores internacionais, incluindo a regulação de grandes conglomerados financeiros. Outro tema de vital importância para a coordenação das instituições reguladoras é a troca de informações e a cooperação entre elas. Ponto tratado pelo Fórum, que procura avaliar qual é a melhor forma de produzir memorandos de cooperação e de realizar as trocas de informações e documentos entre a IOSCO, a IAIS e o Comitê de Basileia (Brummer, 2015).

Adicionalmente, o *Joint Forum* tem procurado aperfeiçoar a coordenação entre as instituições no processo de supervisão dos agentes do mercado, comparando igualmente os princípios e as diretrizes emitidas pelos Reguladores Setoriais, especialmente pela IOSCO, pela IAIS e pelo Comitê de Basileia (Brummer, 2015).

4.2.7. Conselho Internacional de Padrões Contábeis – IASB

Algumas questões conceituais foram relevantes para a instituição do *International Accounting Standards Board* – IASB.

Em agosto de 2008, a *Securities and Exchange Commission* (SEC), a agência reguladora do mercado de capitais norte-americano, estabeleceu prazo – até 2014 na época – para os agentes do mercado, tais como bancos e companhias abertas, para a adoção do sistema contábil internacional produzido pelo *International Accounting Standards Board* – IASB. Trata-se do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em detrimento do *U.S. Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP), um conjunto de regras e padrões contábeis até então

exigido pela SEC para nortear os relatórios contábeis dos agentes do mercado financeiro norte-americano.

Essa drástica mudança na adoção de padrões contábeis produzidos pela IASB e não pelos reguladores norte-americanos (GAAP) reflete uma mudança maior e significativa em direção a uma governança global privada dos mercados financeiros (Bütthe e Mattli, 2011). Pistor (2013) reitera esse entendimento e vai além, não só porque faz parte dessa mudança, mas como já era e é uma característica da regulação do mercado financeiro internacional, sendo a regulação desse mercado híbrida, isto é, formada pelo Estado e pela participação do setor privado, sem o qual não seria possível a existência do sistema financeiro internacional atual.

Destaca-se ainda que o US GAAP, por sua vez, era detalhado e lidava com uma variedade significativa de assuntos, o que causava problemas e perdas financeiras desnecessárias aos investidores, aos bancos e às companhias abertas. O IFRS, por outro lado, era e é baseado em princípios, o que poderia gerar incentivos para a sua adoção e, conseqüentemente, diminuir o número de litígios e relatórios contábeis com uma linguagem imprecisa e de difícil compreensão.

Quanto às características próprias do IASB, e um regulador internacional privado com sede em Londres. Trata-se de uma instituição composta e liderada por contadores e auditores, em que o objetivo é supervisionar e produzir um conjunto único de princípios e diretrizes contábeis para os investidores internacionais, credores e autoridades reguladoras (Brummer, 2015).

Padrões contábeis e financeiros estabelecem *standards* para o cálculo de ativos, responsabilidades, passivos, lucros e perdas e quais tipos particulares de eventos devem ser disponibilizados às autoridades governamentais e aos investidores, sendo eles extremamente complexos e técnicos (Bütthe e Mattli, 2011). Os relatórios contábeis ainda afetam a produção de pesquisas e desenvolvimento de produtos, tratam da compensação de executivos e da governança corporativa das empresas, afetando todos os setores econômicos de um país (Bütthe e Mattli, 2011).

Em contraste com os Reguladores Setoriais já mencionados, o IASB é constituído por Estatuto Social como uma organização não lucrativa sob as leis do Estado de Delaware, nos Estados Unidos.

Quanto à governança, o IASB é administrado atualmente por um Conselho de 14 membros indicados pelo Conselho Curador da IFRS Foundation, responsável pela administração e supervisão do IASB. Entre eles, temos representantes do Brasil, Japão, Coréia

do Sul, Reino Unido, Estados Unidos, Alemanha, França, Austrália, Canadá, China, África do Sul e Nova Zelândia.

Em abril de 2009, os líderes do G20 deram ao IASB a missão de aperfeiçoar os *standards* e as diretrizes contábeis de avaliação e de provisão dos ativos financeiros transacionados no mercado financeiro internacional, visando trazer estabilidade a esse mercado (Brummer, 2015). De acordo com Büthe e Mattli (2011), os líderes do G20 entenderam que a contabilidade, princípios e regras que regem os relatórios contábeis seriam cruciais para que os mercados financeiros e de capitais internacionais funcionassem de forma mais eficiente.

Atualmente, o IASB tem focado sua atenção na busca de soluções contábeis internacionais para a descrição e abertura – por parte dos bancos, das companhias abertas e dos agentes de mercado – das operações financeiras que levaram o mundo à crise do *subprime* em 2008 (Brummer, 2015).

5. Considerações Finais

Em síntese, pode-se assinalar que após a crise financeira de 2008, a atuação dos Reguladores Setoriais, sejam eles privados ou quase-públicos, se deu na direção do aperfeiçoamento das regras e princípios voltados aos agentes do mercado, amplificando a coordenação entre os reguladores, com o consequente desenvolvimento de melhor supervisão para o sistema financeiro internacional¹⁹.

No entanto, ainda existem problemas de regulação e supervisão que devem ser avaliados e solucionados, visando mitigar os riscos inerentes aos mercados financeiros e de capitais. Entre eles, o FSB destaca a ainda precária coordenação entre os Reguladores Setoriais na aplicação das regras e na supervisão sobre os agentes dos princípios estabelecidos e a fragmentação do mercado. Essa fragmentação consiste em diferentes regras e procedimentos de regulação doméstica para determinados temas que deveriam ser observados em escala internacional (exemplo: derivativos de balcão), bem como os diferentes prazos e períodos de implementação das regras e diretrizes por parte dos países.

Algumas das principais fontes que podem causar a fragmentação do mercado e que tem efeito de fragilizar a aplicação das regras, bem como a supervisão e a coordenação dos Reguladores Setoriais podem ser resumidas como na Figura 05.

¹⁹ Cf. FSB Report on Market Fragmentation – June 2019. Acessado em 28.08.2019. Disponível em: <<https://www.fsb.org/2019/06/fsb-publishes-report-on-market-fragmentation/>>.

Figura 05: Principais fontes de fragmentação do mercado financeiro

	Differences in domestic/ regional and international regulatory requirements	Incomplete, delayed or inconsistent implementation of international policies	Differences in legal frameworks, including data sharing and localisation rules	Differences in supervisory approaches	Other
BCBS	✓	✓			
CPMI	✓	✓			
FSB	✓	✓	✓	✓	
IAIS	✓		✓		Differences in economic/social environment (health or pension systems)
IOSCO	✓	✓	✓	✓	Market practices, investor preference and domestic legislation not related to financial services
IMF	✓	✓	✓	✓	
OECD	✓	✓	✓		Market-specific circumstances, such as rapid technological developments in finance
World Bank		✓			

Fonte: FSB Report on Market Fragmentation – June 2019.

Cabe destacar o surgimento de novas tecnologias e formas de atuação das instituições financeiras, tais como as *fintechs*. O ambiente regulatório internacional tem por objetivo não só favorecer investimentos em produtos e instituições financeiras que adotam alta tecnologia, mas também procurar mitigar os novos riscos que essas instituições podem trazer.

Nesse caso, as *fintechs* representam significativo desafio para os Reguladores. No Brasil, já foram regulamentadas pelo Banco Central do Brasil, e atualmente despertam grande interesse para investimentos de bancos estrangeiros – como bancos de atacado – para distribuir seus produtos a consumidores financeiros brasileiros por meio de uma parceria com uma *fintech* estabelecida no Brasil. Por outro lado, os bancos estrangeiros – bancos de varejo – também podem adotar a forma de *fintechs* no Brasil, visando conceder empréstimos e financiamentos a pessoas físicas e pequenas e médias empresas. A *tecnologia blockchain*, por sua vez, ainda está

sob práticas de experimentos internos, mas há expectativas dos bancos de começarem a implementar algumas dessas metodologias no mercado.

Todavia, os Reguladores Setoriais ainda não se manifestaram sobre tais novas tecnologias e formas de atuação dos agentes do mercado financeiro internacional, de forma que, junto com a precariedade na coordenação entre os reguladores e à fragmentação do mercado, o futuro da regulação do sistema financeiro internacional ainda representa grande desafio para o Sistema Econômico Internacional.

6. Bibliografia

ABDELAL, Rawi. *Capital Rules – The Construction of Global Finance*. Harvard University Press, 2007.

AVDJIEV, Stefan; et al. BIS Working Papers No 760 Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns. Monetary and Economic Department, 2018.

BRUMMER, Chris. *Soft Law and the Global Financial System*. New York: Cambridge University Press, 2015.

BÜTHE, Tim e MATTLI, Walter. *The New Global Rulers – The Privatization of Regulation in the World Economy*. Princeton University Press, 2011.

DAVIES, Howard e GREEN, David. *Global Financial Regulation*. Polity Press, 2011.

EICHENGREEN, Barry. *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*. Princeton University Press, 2008.

FRIEDEN, Jeffry. *Banking on the World. The Politics of the American International Finance*. Routledge, 2015.

KUTTNER, Robert. *Financial Regulation After the Fall*. Demos Effective Regulation for the 21st Century Report Series, (2009). Acesso em 14.08.2019. Disponível em: <<https://www.issuelab.org/resources/2365/2365.pdf>>.

LANE, P. R. e FERRETTI, Milesi G. *International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis*. IMF Working Paper No 17/115, May 2017.

NASSER, Salem H. *Fontes e Normas do Direito Internacional – Um Estudo sobre a Soft Law*. Editora Atlas, 2006.

PICCIOTTO, Sol. *Regulating Global Corporate Capitalism (International Corporate Law and Financial Market Regulation)*. Cambridge University Press, 2001. Edição do Kindle.

PISTOR, Katharina. Towards a Legal Theory of Finance. Law Working Paper n. 196/2013, February 2013. Available at: <http://papers.ssrn.com/abstract_id=2178066>.

PRADO, Viviane M.; RACHMAN, Nora M.; COELHO, Alexandre R. Internalização dos Padrões Regulatórios Internacionais no Brasil: o Caso IOSCO. *Revista de Direito Internacional Econômico e Tributário*. Brasília, V. 10, nº2, p. 231 –263, Jul-Dez, 2015.

REINHART, Carmen e ROGOFF, Kenneth. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, 2009.

SCHINASI, Garry. *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*. Washington, DC: IMF, 2006.

WOLF, Martin. *The Shifts and the Shocks – What we've learned – and have to still to learn – from the Financial Crisis*. Penguin Press, 2014.

ZESTOS, George K. *The Global Financial Crisis – From US Subprime Mortgages to European Sovereign Debt*. Routledge, 2016.