

E-book:

**A Reforma do Sistema Financeiro Americano: Nova  
Arquitetura Internacional e o Contexto Regulatório  
Brasileiro**

Apresentação de Edmar L. Bacha

Autores:

João Dionísio Amoêdo

Rodrigo Azevedo

Monica Baumgarten de Bolle (organizadora)

Dionísio Dias Carneiro (organizador)

Gustavo H. B. Franco

Ana Carolina Freire

Eduardo Loyo

Pedro Malan

Theodoro Messa

André d'Almeida Monteiro

Alkimar R. Moura

Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho

Marcio Palmeira

Armando Castelar Pinheiro

Marcelo Ferreira da Motta Rezende

Luiz Alberto C. Rosman

João Cesar Tourinho

Thomas Wu

**Rio de Janeiro  
20 de agosto de 2009**

## APRESENTAÇÃO

Edmar L. Bacha

O congelamento dos mercados financeiros mundiais após a quebra da Lehman Brothers em setembro de 2008 levou os governos de praticamente todos os países a adotarem medidas econômicas excepcionais, no propósito bem-sucedido de evitar uma repetição da Grande Depressão. Entre essas medidas, as mais espetaculares foram mega-operações de salvamento de instituições financeiras – através de nacionalizações integrais ou parciais de bancos, apoios a fusões de bancos privados, compras de carteiras de crédito, garantias de depósitos e empréstimos, liberações de compulsórios, etc. Para que uma crise como essa “nunca mais” se repita, com tanto custo para os erários públicos, também se multiplicam propostas de reforma da regulação do mercado financeiro.

A mais importante dessas reformas estará sendo debatida nos próximos meses no Congresso do EUA, a partir de proposta divulgada em 17 de junho de 2009 pelo Presidente Barack Obama. Tendo em vista a importância do tema não só para os Estados Unidos como para toda a economia mundial e o Brasil em particular, Dionísio Dias Carneiro e Mônica Baumgarten de Bolle organizaram ainda em junho um *workshop* no Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças (IEPE/CdG), solicitando aos participantes que comentassem em pequenos artigos pontos específicos da proposta americana. Posteriormente, os textos foram revistos e são aqui apresentados em forma de livro.

Nesses textos se busca em primeiro lugar um entendimento dos princípios e procedimentos que norteiam a proposta americana, procurando-se avaliar em que medida ela consegue compatibilizar o objetivo da preservação de um sistema financeiro dinâmico e competitivo, com a prevenção oportuna e o saneamento eficiente de crises financeiras. Alguns textos adentram a problemática do sistema americano de regulação, avaliando a redundância regulatória e a dualidade de regulação entre a União e os Estados. Outros analisam questões regulatórias específicas, tendo a ver com os fundos de *hedge*, as seguradoras, e as operações de custódia e de derivativos em mercados de balcão. Outros ainda indagam em que medida, a partir da proposta americana, se pode esperar uma maior coordenação regulatória em nível internacional.

Mesmo quando a temática é especificamente americana, os olhares dos textos são informados pela experiência brasileira. Analisa-se, assim, em que pontos a proposta americana se aproxima dos procedimentos brasileiros ou deles se distancia. Alguns artigos constatarem que temos algo a ensinar aos americanos, no que concerne, por exemplo, à completude do perímetro da regulação e supervisão bancárias, a boa convivência da autorregulação com a regulação estatal, a clara separação de funções para o exercício da gestão de investimentos, ou, ainda, a responsabilidade ilimitada em instituições financeiras como forma de prevenir crises ou resolvê-las com menor dano ao erário público.

A partir da leitura desses textos, é também possível arguir que a relativa tranquilidade com que o sistema financeiro brasileiro enfrentou a crise se deveu pelo menos em parte às profundas intervenções a que foi submetido após o Plano Real, para adaptar-se a um ambiente não-inflacionário. Tais intervenções se consubstanciaram no PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), no PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária), no PROEF (Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais) e no FGC (Fundo Garantidor do Crédito). Como resultado da crise, no Brasil como em outras partes, emerge um sistema financeiro mais concentrado, com maior presença de bancos públicos e menos crédito externo. O desafio à frente é aprofundar o crédito doméstico com taxas de juros menores do que no passado, sem excessos que requeiram novos PROERes ou novos PROEFes mais adiante. Estarão a indústria e o sistema regulatório à altura desse desafio? Os textos aqui reunidos não se propõem a responder essa pergunta diretamente, mas oferecem pistas importantes para o aprimoramento da regulação financeira brasileira nesse novo contexto<sup>1</sup>.

Este livro propõe-se, assim, não apenas a avaliar a proposta de re-regulação financeira americana, mas também a extrair lições da recente crise para um repensar da regulação financeira brasileira. É com satisfação que o Instituto de Estudos de Política Econômica da Casa das Garças oferece aos estudiosos brasileiros essa contribuição para o debate informado sobre um dos mais importantes temas de política econômica da atualidade.

---

<sup>1</sup> Questões regulatórias relacionadas a bancos públicos e direcionamento do crédito não são tratadas neste livro, mas são os temas centrais de uma publicação anterior do IEPE/CdG, a saber, Armando Castelar Pinheiro e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho (orgs.), *Mercado de Capitais e Bancos Públicos: Análise e Experiências Comparadas*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

## Sumário

### [Apresentação](#)

*Edmar Bacha*

### [Introdução](#)

*Dionisio Dias Carneiro e Monica Baumgarten de Bolle*

## Parte I: Aspectos Gerais

### Cap 1. [Temas para a Nova Regulamentação do Setor Bancário](#)

*João Dionisio Amêdo*

### Cap 2. [Notas sobre a Reforma Regulatória do Setor Financeiro](#)

*Armando Castelar Pinheiro*

### Cap 3. [O que a Crise Atual Revelou sobre as Deficiências Regulatórias?](#)

*Dionisio Dias Carneiro*

### Cap 4. [A Coordenação Internacional da Regulação Financeira é Viável?](#)

*Pedro S. Malan*

### Cap 5. [Autorregulação no Sistema Financeiro](#)

*Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho*

## Parte II: Questões de Arquitetura Regulatória

### Cap 6. [Perspectivas sobre a Regulação Financeira no Brasil diante de Programas de Reforma em Economias Avançadas](#)

*Rodrigo Azevedo e Eduardo Loyo*

### Cap 7. [A responsabilidade Ilimitada em Instituições Financeiras no Brasil: Antecedentes, Experiência e Considerações](#)

*Gustavo H. B. Franco e Luiz Alberto C. Rosman*

### Cap 8. [As Propostas Americanas: O Blueprint de Paulson vs. O White Paper de Geithner](#)

*Dionisio Dias Carneiro e Monica Baumgarten de Bolle*

**Cap 9. Supervisão e Regulação de Bancos Comerciais nos Estados Unidos: Características e Implicações**

*Marcelo Ferreira da Motta Rezende*

**Cap 10. Redundância e Sobrevivência no Sistema Bancário Americano**

*Monica Baumgarten de Bolle*

**Parte III. Regulação e Política Monetária**

**Cap 11. A Separação entre as Funções de Estabilização e de Regulação no Brasil**

*Alkimar R. Moura*

**Cap 12. O Federal Reserve Board e a Saúde do Sistema Bancário**

*Ana Carolina Freire e Thomas Wu*

**Parte IV: Riscos de Contraparte, Hedge Funds e Seguros**

**Cap 13. Riscos de Contraparte e Intermediação Financeira: Lições da Crise e Alternativas para Mitigá-los**

*André d'Almeida Monteiro*

**Cap 14. Regulação dos Fundos de Hedge**

*João Cesar Tourinho*

**Cap 15. Regulação do Setor de Seguros**

*Theodoro Messa e Marcio Palmeira*

**Sobre os Autores**

## INTRODUÇÃO

Dionisio Dias Carneiro  
Monica Baumgarten de Bolle  
(Organizadores)

### **Origem e Propósito deste E-Book**

Na quarta-feira, 24 de Junho de 2009, foi realizado um workshop informal de almoço na Casa das Garças, que costuma ocorrer mensalmente. O propósito era discutir as recentes medidas propostas pelo Presidente Obama ao Congresso no sentido de atualizar o projeto de reforma regulatória do sistema financeiro americano, que havia sido apresentado, um ano antes, pelo então Secretário do Tesouro, Henry Paulson. Dos convidados, que haviam sido convocados com poucos dias de antecedência, pediu-se que pusessem em uma ou duas folhas o que pensavam sobre o assunto. Infelizmente, muitos não puderam comparecer, alguns mandaram suas rápidas pinceladas sobre o que tinham a dizer sobre o assunto e alguns dos que compareceram só puderam expor, oralmente, suas idéias. Naturalmente, nas discussões que se seguiram a uma breve apresentação do tema, ficou claro não apenas que o grupo tinha muito mais a expor e discutir do que era possível no contexto de nosso curto workshop, que dura um almoço leve, mas também que dada a experiência prática e a reflexão de tantos dos presentes sobre os temas tratados, estávamos diante de uma oportunidade para fazer o que o Iepe/CdG se propõe desde sua fundação: discutir temas relevantes de política econômica, particularmente os que têm importância efetiva ou potencial para o debate brasileiro, e divulgar, para um público mais geral, alguns dos debates que julgamos que possam ser úteis.

Este e-book não deve ser visto, pois, como um produto acabado, e muito menos um livro acadêmico ou um conjunto coerente de propostas de política. Mas, a exemplo do que vem sendo produzido pelo Instituto, uma contribuição para a divulgação de questões e controvérsias que ultrapassam as fronteiras nacionais mas que possam ser úteis ao debate brasileiro. Os organizadores são gratos pela rapidez com que foram produzidos os textos e pelo tempo generoso que muitos dos seus ocupados autores dedicou ao aprimoramento das duas páginas originalmente solicitadas. Em particular, desejam expressar sua gratidão a *Edmar Bacha*, que fez muito mais do que a apresentação do livro, mas contribuiu para o aprimoramento de vários textos, a *Fernando Barbosa*, pela qualidade da editoração eletrônica, e a *Luiza G. Niemeyer*, que se dedicou com esmero e competência à nem sempre fácil tarefa de melhorar nossos textos em tempo hábil e com atenção dirigida para o conteúdo além da forma.

### **Os Artigos da Coletânea**

A coletânea está dividida em quatro partes.

A primeira cobre **Aspectos Gerais**, e contém 4 capítulos. Dada a relevância das controvérsias em torno do que será o modelo de bancos que emergirá da atual

reforma, *João Dionísio Amoedo* sintetiza, no Capítulo 1, os temas para a Nova Regulamentação do Setor Bancário, a partir dos dois tópicos centrais que parecem nortear a mente dos reguladores para a revisão das normas e dos processos atuais: o nível de alavancagem das instituições, ou seja, a relação entre o seu capital e os riscos assumidos, e a coordenação entre os diversos órgãos fiscalizadores do sistema financeiro. E examina como se poderão traduzir na prática das regras contábeis, do supervisionamento dos riscos e da alocação de capital, os princípios gerais da regulação financeira que estarão subjacentes aos debates atuais. No segundo capítulo, *Armando Castelar Pinheiro* parte das características peculiares das falhas de mercado na intermediação financeira, que determinam a essencialidade da regulamentação para seu funcionamento adequado como organização privada, examina o modelo de regulação prudencial e sintetiza dez medidas que se destacam nas propostas regulatórias. No terceiro capítulo, *Dionísio Dias Carneiro* traça um breve histórico de como as grandes crises financeiras, ao revelarem as fragilidades do sistema, dão origem a novas regulamentações e analisa cinco pontos de desenvolvimento do “sistema-modelo”, que permitiu o crescimento extraordinário da intermediação, e as fragilidades que resultaram dos desenvolvimento e da generalização de suas práticas em escala global. Finalmente, avalia até que ponto a reforma proposta por Obama pode ser capaz de gerar maior estabilidade financeira no mercado global. No capítulo 4, *Pedro S. Malan* se dirige à complexa questão da viabilidade de uma coordenação internacional da regulação financeira. Em particular, contrasta a oportunidade histórica que a crise oferece para que os países possam diminuir os conflitos regulatórios que tornam o sistema de intermediação financeira global mais frágil, com as duras realidades das peculiaridades institucionais e de características que prevalecem nos principais centros financeiros globais, que tornam menos otimistas os cenários de coordenação ao nível global. No capítulo 5, *Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho* trata da crença que foi mais abalada pela crise de 2007-09, especialmente depois que Alan Greenspan admitiu haver superestimado a capacidade de auto-correção do sistema. O autor chama a atenção para um fato omitido na maioria das discussões, o de que a crise foi originada no setor mais regulado do sistema, o hipotecário, e retoma a questão da autorregulação para além das percepções ideológicas e emocionais recentes, sublinhando a importância do contexto histórico e institucional da autorregulação. Finalmente, contrasta os progressos e as inovações inequívocas que caracterizaram a autorregulação no Brasil, com os problemas e distorções gerados pelos conflitos em outros países.

A segunda parte do livro, **Questões de Arquitetura Regulatória**, aborda diversos aspectos da natureza da estrutura regulatória, nos EUA e no Brasil, tanto em relação aos sistemas existentes, quanto às propostas de reforma. Os programas de reforma regulatória iniciados em economias centrais ainda estão num estágio preliminar, e não se tem clareza sobre como os efeitos das reformas repercutirão no funcionamento dessas economias e de seus mercados financeiros. Ainda assim, não é cedo demais para tentar compreender os possíveis impactos das reformas sobre economias emergentes em geral e, em particular, sobre o Brasil, como discutem *Rodrigo Azevedo* e *Eduardo Loyo* no capítulo 6. O desenrolar da crise bancária, e os debates sobre falhas e inovações no terreno regulatório em particular, fez crescer o interesse na legislação brasileira que dá instrumentos ao Banco Central para tratar de bancos com problemas.

O capítulo 7, de *Gustavo H. B. Franco* e *Luiz Alberto Rosman*, aborda o arcabouço legal brasileiro, sobretudo as leis que estenderam o alcance da indisponibilidade de bens pessoais de administradores aos controladores, previstas nos casos de intervenção e liquidação bancária. Essas leis possuem algumas singularidades de interesse para o debate em vigor sobre a reforma regulatória nos EUA, como mostram os autores. No capítulo 8, *Monica Baumgarten de Bolle* e *Dionisio Dias Carneiro* discutem as principais semelhanças e diferenças entre o plano de reforma regulatória elaborado por Henry Paulson em 2008 e a nova proposta do Presidente Obama. O *White Paper* recentemente enviado ao Congresso americano teve algumas novidades interessantes na direção dos princípios, relativamente ao *Blueprint* de 2008, e algumas demonstrações do pragmatismo libertário, que está se tornando a marca registrada da forma pela qual a Administração Obama tem transformado sua agenda eleitoral em um programa para a ação governamental, passando por cima de difíceis problemas de delimitação da intervenção estatal nos negócios privados. Os bancos comerciais nos EUA escolhem o regulador que os licencia, o que tem incitado os críticos das propostas de reforma a argumentar que o sistema continuou vulnerável às práticas de arbitragem regulatória, dada a manutenção do atual arcabouço institucional. *Marcelo Ferreira da Motta Rezende*, no capítulo 9, descreve como funciona o sistema bancário dual americano e explica porque a atual constituição tem algumas importantes vantagens, mesmo que abra espaço para práticas indesejáveis. A crise financeira internacional de 2007/08/09, mais do que qualquer outro episódio de turbulência pelo qual já passou a economia mundial, familiarizou-nos com os conceitos de redes, interconexões, complexidade e adaptatividade. Partindo destes conceitos, o capítulo 10, de *Monica Baumgarten de Bolle*, discute porque a manutenção das redundâncias institucionais no sistema regulatório americano pode ser desejável, apesar dos riscos de arbitragem regulatória, complementando, assim, a análise do capítulo 9.

A **Parte III, sobre Regulação e Política Monetária**, toca em um assunto complexo, e longe de resolvido, que tem sido objeto de controvérsia pelo menos desde os conflitos, no século XIX, entre o *Banking Department* e o *Currency Department*, do Banco de Inglaterra. Trata-se das necessidades de regulação e supervisão dos bancos, ou seja, a manutenção da confiança, e as imposições da política monetária. No capítulo 11, *Alkimar Moura* parte da experiência recente dos bancos centrais que adotaram (seja de forma explícita ou não) o regime de metas inflacionárias. Na emergência da crise, ficou clara a deficiência de regras simplistas. Ela demonstrou que alcançar a estabilidade monetária não assegura necessariamente a estabilização dos mercados e das instituições financeiras. Uma das respostas ao dilema tradicional, a separação das agências responsáveis pelas duas funções, tem sido posta em xeque na proposta de Obama. Moura revê o perímetro da regulação bancária no Brasil, onde a regulação dos bancos é segregada do controle sobre as instituições não bancárias e examina os limites da cooperação, fazendo uso de dois episódios recentes de conflito entre os objetivos de política monetária e de regulação prudencial nos quais a primazia da estabilização macroeconômica foi essencial para preservar a estabilidade do sistema bancário. Nota, ainda, o papel que algumas peculiaridades como os altos compulsórios os bancos públicos desempenharam nas crises de crédito. No capítulo 12, *Ana Carolina Freire* e *Thomas Wu* observam que a crise financeira expôs uma importante

assimetria na capacidade do Federal Reserve Board (Fed) de garantir a saúde do sistema bancário, por lhe faltar autoridade para obter informações de todas as instituições envolvidas no sistema e não ter poder para impedir excessos de risco dessas instituições de modo a prevenir um risco sistêmico. No caso oposto, entretanto, situações de iliquidez ou de insolvência perigosas ao sistema podem ser resolvidas pelo poder de socorro do Fed como prestador de última instância. Em um exercício econométrico, os autores mostram que decisões de política monetária que surpreenderam para o lado dovish são capazes de valorizar significativamente os preços dos ativos para vários países, o que permite discutir os custos de ações preventivas de bolhas financeiras via política de juros.

A quarta e última parte desta coletânea, **Riscos de Contraparte, Hedge Funds e Seguros** analisa alguns temas específicos que tiveram grande relevância na atual crise e que, portanto, estão presentes nas diversas propostas de reforma que estão sendo elaboradas pelos países centrais. *André d'Almeida Monteiro*, no capítulo 13, avalia as questões relativas ao chamado risco de contraparte, que esteve no epicentro do atual episódio de turbulência financeira. Por risco de contraparte entende-se a perda potencial gerada pelo descumprimento parcial ou total da contraparte de um contrato. Dentre os originadores deste tipo de risco, os intermediários financeiros nos mercados norte-americanos tiveram papel de destaque. O pânico que se instalou nos mercados financeiros ao redor do mundo em setembro e outubro de 2008 pode ser atribuído em boa dose aos riscos de contraparte gerados por estas instituições nos serviços prestados nos mercados de balcão de derivativos e de custódia de ativos. O autor analisa em que medida estas questões estão refletidas na atual proposta de reforma regulatória dos EUA. Ao longo dos últimos 20 anos, paralelamente ao sistema bancário, dois novos segmentos se incorporaram ao sistema financeiro global. O crescimento acelerado dos Fundos de *Hedge* e da Securitização levaram a uma expansão não supervisionada de agentes que mais tarde se mostraram sistemicamente relevantes. No capítulo 14, *João Cesar Tourinho* discute como o sistema bancário “sombra” foi capaz de continuar livre para assumir riscos e atingir níveis impensados de alavancagem para o sistema bancário, e o que há de novo nas propostas de reforma para impedir que tais riscos ameacem futuramente a estabilidade do sistema financeiro internacional. Os problemas que afetam a regulação do setor de seguros, tanto nos EUA como em outros lugares, são em grande parte semelhantes, ou estão intimamente relacionados, aos problemas que afetam as estruturas regulatórias que atuam sobre as demais instituições financeiras. Encerrando a coletânea, *Theodoro Messa* e *Marcio Palmeira* discutem no capítulo 15 os pontos que aparecem de maneira mais pronunciada no setor de seguros, a relação destes com o que ocorre nos demais segmentos do mercado, as perspectivas diante da nova proposta de reforma regulatória do sistema financeiro americano e a atual situação do mercado brasileiro.

# Temas para a Nova Regulamentação do Setor Bancário

João Dionísio F. B. Amôêdo

## 1. Introdução: Crise e Falhas Regulatórias

O setor financeiro, por ser o depositário da poupança privada, bem como o intermediário de quase todas as transações comerciais realizadas, é sem dúvida um setor diferenciado. Na crise econômica recente, esta constatação se sobrepôs ao conceito de moral hazard<sup>1</sup> e, na iminência de um risco sistêmico, os governos se viram obrigados a utilizar recursos públicos para salvar e sanear um número elevado de instituições financeiras.

Essa visão mais pragmática, decorrente da crise, com ações contrárias ao que seria de se esperar de um sistema capitalista- notadamente a utilização de recursos públicos no processo- teve como principal desdobramento uma revisão dos sistemas de regulamentação e fiscalização dos principais centros financeiros. Este conjunto de ações, ainda em andamento, tem como objetivo final resguardar os recursos do contribuinte através da redução da probabilidade de que um novo evento como este venha a ocorrer, bem como reduzir os custos a ele associados.

No processo de identificação dos pontos falhos do sistema e na tentativa de solucioná-los, inúmeros e pertinentes tópicos têm sido abordados. A complexidade de operações realizadas pelos bancos, mas contabilizadas em outros veículos (não consolidadas com os mesmos), a remuneração dos executivos e a correta valoração e contabilização de ativos com menor liquidez são alguns exemplos.

Neste contexto, dois tópicos parecem nortear a mente dos reguladores para a revisão das normas e dos processos hoje existentes: o nível de alavancagem das instituições, ou seja, a relação entre o seu capital e os riscos assumidos, e a coordenação entre os diversos órgãos fiscalizadores do sistema financeiro.

A tarefa não é trivial. Com relação ao primeiro tópico, uma questão primordial que precisa ser definida é qual o conceito de capital a ser utilizado. Nas regras da Basiléia<sup>2</sup>, a definição de capital é ampla, incluindo também certos passivos. As autoridades americanas, no recente teste de estresse conduzido junto as 19 principais instituições financeiras do país, porém, adotaram um critério mais rigoroso, considerando como capital apenas a composição por ações ordinárias.

---

<sup>1</sup> Conceito segundo o qual ajudas externas devem ser evitadas para desestimular a assunção de posições em que as potenciais recompensas não têm a devida contrapartida em perdas.

<sup>2</sup> As regras da Basiléia estabelecem dois percentuais (4% e 8%) que incidem sobre o somatório dos ativos ponderados por risco e determinam assim o capital mínimo exigido da instituição. No primeiro caso, admite-se apenas o patrimônio líquido (tier 1 capital), enquanto que no segundo outros itens como dívida subordinada são também aceitos (tier 2 capital). O nível de risco é determinado pela natureza do tomador e da operação. O governo representa o menor risco, seguido pelo crédito contra a iniciativa privada com garantia.

A questão da fiscalização também é complexa. Enquanto no Brasil o Banco Central é o órgão fiscalizador de todas as instituições financeiras, na Inglaterra este papel é desempenhado pelo Banco da Inglaterra, pelo Tesouro e pela Autoridade dos Serviços Financeiros (FSA), e nos EUA por, no mínimo, três instituições (FED, FDIC e OCC), de forma não centralizada ou coordenada.

## **2. Temas para uma Nova Regulamentação**

No que tange a nova regulamentação do setor financeiro, dada a complexidade das transações atualmente realizadas, certos princípios deveriam ser contemplados: Simplicidade, Abrangência e Equilíbrio.

O sistema deve ser de tal forma simples que permita a sua correta implementação e fácil fiscalização. Deve, ao mesmo tempo, ser abrangente, para evitar que negócios de maior risco fiquem à margem do processo. O equilíbrio também é um fator importante, sendo a relação custo x benefício primordial. Não queremos um sistema tão restrito que reduza exageradamente a alavancagem das instituições financeiras e, assim, onere o custo de crédito para o cliente. Quanto ao equilíbrio ainda, o sistema desejado é aquele que permite a assunção de riscos que possam ser suportados, mesmo em situações de crise, pela maioria das instituições financeiras.

A revisão da atual regulamentação deveria também objetivar um maior nível de precisão no cálculo dos resultados apresentados pelas instituições. Eles servirão de base para a remuneração de funcionários, acionistas e, principalmente, para a avaliação da saúde das mesmas.

Alguns exemplos práticos da aplicação destes conceitos são descritos abaixo:

### **a) Regras Contábeis**

Um sistema contábil que contemple todas as operações realizadas é fundamental para um monitoramento adequado da instituição. A contabilização em contas de compensação<sup>3</sup> para algumas operações acaba por mascarar o real risco da transação. Todas elas, principalmente as não corriqueiras e mais complexas, deveriam ser necessariamente desmembradas em operações ativas e/ou passivas, e assim contabilizadas. O controle de ativos e passivos é mais simples e eficiente, facilitando o estabelecimento da provisão e uma melhor alocação de capital.

### **b) Sistemas de Provisionamento**

A essência do empréstimo bancário é repassar os recursos a uma taxa suficiente para pagar o custo do passivo ao investidor, suportar os custos administrativos, bancar a fatia inadimplente e ainda remunerar o capital do acionista. Se tanto a receita quanto os custos administrativos são apropriados ao longo do tempo, por que não fazer o

---

<sup>3</sup> A contabilização deste tipo de operação é feita como uma contingência e registra-se apenas o resultado apropriado até o ato da transação.

mesmo com a provisão para perdas de crédito? Normalmente, as operações de crédito para pessoas físicas seguem um provisionamento por faixa de atraso<sup>4</sup>. Este procedimento, entretanto, pode gerar distorções devido à idade da carteira, à velocidade de seu crescimento ou redução, à migração do cliente para outros produtos de crédito, entre outros. Tais elementos podem acarretar falta ou excesso de provisionamento no portfólio e, principalmente, um grande descompasso temporal entre receitas e despesas. O órgão regulador poderia definir a provisão (X% a.a.) diferenciando-a por produto (financiamento de veículos, crédito pessoal, cartão de crédito, etc.) e prazo (6, 12, 24, 36 meses, etc.). As instituições apropriar-se-iam, então, deste spread negativo pari passu com a receita. Este custo deveria refletir sempre a melhor estimativa, dado o ambiente econômico em vigor.

### **c) Alocação de Capital**

Além do risco de crédito, os problemas das instituições financeiras também costumam concentrar-se nos riscos de liquidez (descasamento entre os prazos de aplicação e de captação dos recursos) e de diferentes ativos e passivos (moedas, preços de produtos, ou índices de inflação).

O alongamento dos prazos de financiamento e o prêmio presente em aplicações de longo prazo normalmente levam os bancos a possuírem ativos mais longos que seus passivos. Em razão deste risco, uma alocação de capital seria saudável.

A complexidade e a globalização das operações têm conduzido os bancos a negociarem ativos cada vez mais diferentes e a aumentarem, deste modo, os descasamentos em relação a sua moeda base. Neste cenário, seria recomendável a elaboração de balanços específicos (um para cada tipo de “moeda”) com a consequente alocação do capital em parâmetros de alavancagem definidos pelo órgão regulador, considerando a volatilidade de cada ativo.

Assim, cada um destes riscos (crédito, liquidez e indexadores) teria uma alocação específica de capital, permitindo uma melhor visualização individual. Os limites de alavancagem considerariam, portanto, o somatório dos diversos capitais alocados. Este procedimento asseguraria a existência do valor necessário para suportar as possíveis perdas de uma instituição financeira.

## **3. Conclusão**

Em resumo, o sistema capitalista será sempre suportado por um sistema financeiro, que dentro do processo evolutivo, oferece produtos e serviços cada vez mais complexos e diversificados. Essa diversidade de operações gera novos riscos para as instituições financeiras, e assim demanda uma revisão no arcabouço regulatório. Esta nova regulamentação, se baseada em princípios tais como Simplicidade, Abrangência e

---

<sup>4</sup> Normalmente, a cada faixa de atraso do contrato (30, 60, 90 dias, etc.) há um incremento do percentual da provisão sobre o valor total do crédito.

Equilíbrio poderá ser mais duradoura e eficaz, viabilizando um sistema financeiro menos susceptível a colapsos, desde que adequadamente fiscalizado.

# Notas sobre a Reforma Regulatória do Setor Financeiro

Armando Castelar Pinheiro

## 1. Introdução

Em regimes de livre mercado, a regulação é, pelo menos em teoria, uma das formas de corrigir falhas de mercado que comprometem a eficiência na alocação de recursos, permitindo alcançar um nível mais alto de bem estar social. Nem todas as atividades econômicas são igualmente afetadas por falhas de mercado e, conseqüentemente, nem todas requerem o mesmo grau de regulação. No mercado financeiro, porém, essas falhas são tão graves e presentes que a regulação é vista como essencial para garantir o seu bom funcionamento e, em certo grau, a sua própria existência.

O Estado interfere no mercado financeiro de cinco maneiras principais:

- por meio dos instrumentos usuais de política monetária, procurando suavizar o ciclo econômico, em grande parte por meio do canal da disponibilidade e do custo do crédito;
- estimulando o acesso ao sistema de pagamentos;
- reduzindo a assimetria informacional, por meio da imposição de regras contábeis uniformes e obrigações de disponibilização de informações, assim como pela manutenção de registros públicos de informação de crédito;
- influenciando na composição dos ativos das instituições financeiras, seja alterando o retorno relativo das diversas operações financeiras, por meio de tributos e subsídios, seja obrigando a destinação de fluxos financeiros para certos setores ou devedores (crédito direcionado), ou ainda por meio de bancos públicos; e
- como regulador prudencial e prestador de última instância, de forma a proteger o sistema de pagamentos, estimular a intermediação financeira e proteger o pequeno poupador.

## 2. O Modelo de Regulação Prudencial

O objetivo principal da regulação prudencial é dar às instituições financeiras os incentivos socialmente corretos para a assunção do risco. Isso pois, em um mercado financeiro não regulado, os bancos têm uma tendência a correr riscos excessivos. Essa tendência advém do fato de os bancos trabalharem de forma muito mais alavancada que outras empresas, o que, junto com o instituto de responsabilidade limitada, faz com que seja interessante para o acionista do banco participar de projetos arriscados: este ganhará desproporcionalmente se as coisas derem certo e, no pior cenário, perderá apenas o seu capital. Isso em si não é ruim, se os financiadores dos bancos souberem do risco que estão correndo e se sentirem confortáveis com isso. Mas, em geral, esse não é o caso dos pequenos depositantes que mantêm seus recursos nos bancos (e em outras instituições financeiras, como empresas de seguro e fundos de pensão, por exemplo). Problemas de assimetria de informação e ação coletiva fazem

com que seja difícil, e mesmo pouco racional, para um pequeno depositante avaliar o risco incorrido pelo banco, e eventualmente decidir retirar seus recursos da instituição, caso não concorde com o nível assumido de risco.

No livro texto, a regulação financeira prudencial tem como foco principal proteger o pequeno depositante contra essa tendência dos acionistas dos bancos de correr riscos excessivos. Em adição, devido ao papel central do crédito e do sistema de pagamentos para o bom funcionamento das economias modernas, assim como pela dificuldade de importar esses serviços, o custo social da quebra de instituições financeiras supera o custo privado numa escala maior do que ocorre com empresas de outros setores. Como ilustrado por esta e outras crises financeiras, a sociedade tem um interesse grande na manutenção dessas instituições em operação.

A forma encontrada para contrarrestar esses incentivos perversos é exigir que o banco utilize tão mais capital próprio quanto mais arriscada for a composição de seus ativos; ou seja, que o teto permitido para a sua alavancagem seja tão mais baixo quanto mais arriscados os seus negócios. Ainda que haja outras formas de influir na disposição do banco a correr riscos com recursos de investidores pouco informados – como, por exemplo, um prêmio de seguro de depósitos proporcional ao risco incorrido – a exigência de um capital próprio mínimo proporcional ao risco embutido nos ativos é o elemento central dos modelos de regulação prudencial, como os que inspiraram os chamados Acordos de Basileia. Foi basicamente esse modelo, ou, mais precisamente, a forma como ele foi adotado, que a crise de 2008 mostrou ser insuficiente para proteger os sistemas financeiros.

Com o benefício de se ter passado por uma crise financeira de grandes proporções, em termos de profundidade e abrangência, se constatou que há vários motivos para o modelo regulatório em uso não ter funcionado bem, como explorado em outros capítulos deste volume. Muito sinteticamente, verificou-se que o risco incorrido pelas instituições financeiras estava subestimado; que essas instituições haviam conseguido transferir parte do risco para veículos fora do balanço, escapando, dessa forma, das exigências de capital; que a tendência de acionistas e administradores de instituições financeiras entrarem em investimentos de risco é maior do que se supunha e, nesse sentido, que o capital mínimo de fato exigido era insuficiente para refreá-la; e que havia uma preocupação quase exclusiva com o risco de crédito e insuficiente com o da (falta de) liquidez. Em suma, que a regulação prudencial não estava sendo efetiva em alinhar os incentivos das instituições financeiras com os da sociedade em relação à disposição a assumir riscos.

Assim, desde o início da crise ficou claro que esse modelo de regulação prudencial precisava ser significativamente reformado, para evitar uma repetição da crise, possivelmente com mais intensidade. Mas essa constatação veio acompanhada da percepção de que a hora de fazer uma reforma dessa envergadura não era no auge da crise, pois as mudanças necessárias exporiam ainda mais a frágil saúde dos bancos e podiam acentuar a contração do crédito. Era preciso esperar que a saúde do sistema financeiro melhorasse para aplicar as vacinas anti-crise.

### 3. Propostas para a Reforma Regulatória do Sistema Financeiro

Um par de trilhões de dólares depois, a hora da reforma regulatória do sistema financeiro chegou. Essa não será rápida, mas promete ser significativa, a julgar pelo ímpeto mostrado pelos reformistas. Seu conteúdo pode ser inferido do relativo consenso construído nesse período de espera forçada, a partir de propostas elaboradas por um conjunto representativo de diferentes atores, de grupos de acadêmicos e notáveis aos próprios reguladores. Dez medidas se destacam pela frequência com que aparecem nesses documentos.

Primeiro, a necessidade de ter um regulador macro-prudencial, encarregado de cuidar do risco sistêmico. Na forma atual, a regulação e a supervisão financeira, apesar de reconhecerem o papel das relações interfinanceiras na propagação do risco, das corridas bancárias às contrapartidas nas operações com derivativos, focam quase exclusivamente na solvência de instituições individuais, não na do sistema como um todo. A proposta é que essa regulação micro-prudencial seja mantida, mas que a ela se acrescente essa outra dimensão da atuação estatal.

Segundo, fazer uma diferenciação explícita entre as instituições que impõem risco sistêmico, que seriam o foco da regulação macro-prudencial e reguladas mais intensamente, à semelhança do que ocorre com as concessões de serviços públicos, e as demais instituições financeiras, que teriam mais liberdade na sua atuação. O tamanho deve ser um critério central, mas não o único, na definição do primeiro grupo de instituições. O potencial de contágio, por exemplo, mostrou ser um elemento decisivo na definição de que instituições são sistemicamente importantes: enquanto a falência do Washington Mutual foi assimilada de forma relativamente indolor, a da AIG poderia ter precipitado uma catástrofe.

Terceiro, a regulação deve se dar por função e objetivo, não pela categoria em que a instituição está legalmente inserida. O que importa, nesse sentido, é o grau de alavancagem e o descasamento de prazos entre ativos e passivos com que a empresa opera. Em especial, como ensinou o exemplo da AIG, o risco sistêmico não necessariamente se originará de um banco. Esse tipo de abordagem será especialmente importante na definição das instituições a serem reguladas com maior intensidade. Na mesma linha, a experiência da Espanha ensinou que a regulação deve incidir na mesma sobre as atividades incluídas no balanço ou registradas fora dele.

Quarto, criar mecanismos que permitam intervir e liquidar instituições sistemicamente importantes. Essa foi outra lição da crise atual: há uma grande diferença entre fechar um banco pequeno e uma instituição que opera em escala global – o que exigirá a coordenação entre reguladores funcionando em contextos legais distintos – e com intrincadas teias de relações comerciais. Em algumas jurisdições importantes, sequer há instrumentos legais que deem aos reguladores essa capacidade.

Quinto, reduzir os limites de alavancagem, exigindo mais capital e de melhor qualidade – leia-se, mais capital ordinário – especialmente em relação à carteira de títulos para negociação. Como discutido acima, a fonte principal de risco na atividade bancária, da

ótica social, é que os bancos tomam risco com o dinheiro dos outros numa escala muito superior à das empresas não-financeiras. Quanto mais alavancados, mais propensos a correr riscos. Ao exigir que os bancos trabalhem com mais capital próprio se limita esse risco, ao mesmo tempo que se aumenta o colchão de recursos disponível para absorver perdas. Na mesma linha, se propõe estabelecer regras para a remuneração da alta administração dos bancos, de forma a limitar a propensão à tomada de risco.

Sexto, se pretende fazer com que as exigências de capital, e a regulação financeira em geral, funcionem de forma anti-cíclica. O atual modelo de regulação acentua os ciclos: na fase de expansão, os ativos parecem menos arriscados e mais valorizados, o que reduz a necessidade de capital, estimulando os bancos a emprestarem mais. Na fase descendente ocorre o oposto. Propõe-se que o capital mínimo com que os bancos operam seja maior na fase boa do ciclo, caindo na ruim, e que as provisões para perdas sejam calculadas com base na probabilidade de inadimplência através do ciclo, e não na probabilidade a cada instante.

Sétimo, se deve exigir que as instituições financeiras mantenham níveis mínimos de liquidez. Em especial, nos dois últimos anos ficou claro que, na crise, a liquidez no mercado de ativos cai muito, fazendo com que a capacidade de transformar títulos em caixa seja bem menor do que em condições normais.

Oitavo, se deve dar menos importância às avaliações feitas pelas agências de classificação de risco na definição do capital mínimo exigido das instituições financeiras, assim como regular mais intensamente essas agências, para limitar os conflitos de interesse e dar mais transparência às suas classificações.

Nono, se deve exigir que, nas operações de securitização (quando créditos são agrupados e direitos sobre o fluxo de caixa daí provenientes vendidos a terceiros) as instituições que os originaram mantenham nas suas carteiras uma proporção mínima desses ativos. O objetivo é estimular uma avaliação mais cuidadosa do risco incorrido na concessão do crédito.

Décimo, transferir a maioria dos contratos com derivativos, hoje negociados em balcão, para bolsas de valores, com uma contraparte central. Com isso se espera dar mais transparência a essas operações e diminuir a probabilidade de propagação do risco no caso em que uma instituição enfrente dificuldades.

Observa-se que a filosofia mestra das reformas não é evitar a tomada de risco ou abandonar o modelo regulatório hoje em uso, mas adaptá-lo, no sentido de melhor medir o risco incorrido pelas instituições financeiras, de uma ótica social, e corrigir de acordo os incentivos de acionistas e gestores dessas instituições à assunção de riscos.

#### 4. Conclusão

Todas essas medidas soam bem à luz das lições da atual crise financeira, mas sua implementação prática deve se mostrar mais difícil do que sua concepção teórica. Assim, ainda há muito chão até elas serem efetivadas, inclusive pela necessidade de coordenação entre os países, para mitigar a competição por meio da arbitragem regulatória. É bom lembrar que a origem do Acordo de Basileia foi o desejo de limitar a vantagem comparativa auferida por bancos sediados em jurisdições com menores exigências regulatórias. Some-se a isso que em certos países, como o Japão, os bancos estão com um grau de alavancagem superior ao que Europa e EUA devem buscar estabelecer como mínimo, notadamente no que tange à razão capital ordinário / ativos, o que deve complicar a sua transição para o novo modelo. Além disso, ao encarecer na ótica privada a tomada de risco, as medidas propostas também terão implicações negativas sobre o custo e a disponibilidade de financiamento, e, por isso, deverão enfrentar, entre outras coisas, oposição política, a começar pelo próprio sistema financeiro.

Outro tema importante é como dotar os reguladores de meios de exercer as responsabilidades ampliadas que surgirão com uma reforma na linha acima apresentada. Uma lição da crise foi que, como atualmente estruturados, os órgãos reguladores não são páreo para a criatividade das instituições financeiras em circundar as restrições regulatórias à assunção do risco. Uma reforma não estaria completa, portanto, sem se corrigir esse desequilíbrio. A tendência tem sido fortalecer o papel do Banco Central (BC) enquanto regulador prudencial, na contramão das reformas adotadas por vários países nos últimos anos para separar as funções típicas de política monetária das de regulação prudencial. Ainda que a crise tenha demonstrado que, como prestador de última instância, o BC é também o “regulador de última instância”, há o risco de conflitos entre as funções do BC de regulador prudencial e como responsável por controlar a inflação e suavizar o ciclo econômico.

Não dá para saber, portanto, quais dessas medidas passarão pela transição da teoria à implementação e pelo teste do jogo político, mas é provável que isso ocorra com a maioria delas, provocando alterações relevantes na forma como as instituições financeiras operam.

## O que a Crise Atual Revelou sobre as Deficiências Regulatórias?

Dionisio Dias Carneiro

### 1. Introdução

Todas as crises financeiras desde o século XIX deram origem a mudanças na regulação financeira. Um *paper* de Charles Goodhart e P. Delargy (1998)<sup>1</sup> comparou a crise da Ásia com as crises bancárias do fim do século XIX e do início do século XX e apontou para as dificuldades criadas para as autoridades quando as crises se originam nos abusos do setor privado e não no comportamento abusivo dos governantes. Assim, por exemplo, apesar da indignação despertada na época com o “desperdício dos fundos públicos”, a crise bancária do inglês Barings, em 1890-91, provocou a normatização das funções de socorro de liquidez ou prestador de última instância dos bancos centrais modernos, hoje conhecidas como função de Bagehot.<sup>2</sup> A crise de 1907, que notabilizou o papel coordenador do banqueiro John Pierpoint Morgan para impedir a catástrofe total dos bancos americanos, provocou a fundação do Sistema de Reserva Federal, em 1913. A crise dos anos 30 levou à aprovação da lei Glass-Steagall, que segregou as funções dos bancos comerciais e os proibiu de carregar, em seus ativos, títulos que não fossem de crédito. A crise bancária americana de 1998, que se seguiu à crise asiática, ao calote soberano da Rússia e à quebra do Long Term Capital Management, pôs em evidência as relações entre bancos comerciais e fundos, e deu início ao debate em torno da necessidade de regular os fundos de *hedge*, especialmente as operações que tornavam obscuras as reais necessidades de liquidez do sistema bancário, notadamente por conta dos mecanismos de financiamento via mercados de derivativos. A rápida ação do Fed, que teve de administrar a quebra do Banker’s Trust (então o quarto maior banco comercial americano), a explicitação das conexões de outros bancos sistemicamente importantes e, finalmente, a queda da taxa de juros impediram que ganhasse força política a proposta de regulamentação dos fundos de *hedge*, dada a importância que vieram a ter no mercado de reservas bancárias.

A primeira crise do século XXI não poderia fugir à regra. Não apenas por causa dos estragos feitos ao sistema financeiro mais desenvolvido do mundo, o americano mas especialmente, porque a intensidade e a rapidez do colapso do crédito, bem como o tempo estimado para reconstruir a confiança, tornaram evidente que quaisquer que fossem os méritos do sistema regulatório pré-crise, ele não foi capaz de dar sinais inequívocos de alarme sistêmico, não continha elementos para impedir uma crise sistêmica, nem instrumentos para uma correção não destrutiva dos exageros que predominavam na oferta de crédito. Se os radares falham, se os mecanismos automáticos de corta-fogo não funcionam e se os mecanismos de correção revelam-se

---

<sup>1</sup> “Financial Crises: Plus ça change, plus c’est la même chose”, **International Finance I**, pp 261-287.

<sup>2</sup> Em homenagem a Walter Bagehot, em cujo livro, **Lombard Street**, pode ser encontrada a mais lúcida discussão da indústria bancária do século XIX e da necessidade de regulação e supervisão. Em 1873, Bagehot formulou a doutrina de que um prestador de última instância deveria prover liquidez, a taxas punitivas, para bancos ilíquidos, porém insolventes, que fossem capazes de oferecer garantias adequadas, de modo a eliminar o problema de coordenação de informação que alimenta os círculos viciosos das crises bancárias.

muito destrutivos para serem levados a sério, é claro que o sistema regulatório existente não passou no teste desta crise.

Na primeira seção deste artigo são resumidas, em rápidas pinceladas, as características básicas do que podemos considerar como um “sistema-modelo”, antes do crescimento extraordinário da intermediação que levou à crise. A segunda seção apresenta cinco pontos do desenvolvimento deste sistema, que permitiram a virtual generalização de suas práticas em escala global, e as respectivas fragilidades que resultaram deste desenvolvimento. A terceira seção explora duas premissas básicas que levaram ao consenso de que é necessária uma reformulação do sistema regulatório (de que a crise não resultou de um evento raro não reproduzível e de que a simples reconstituição do sistema financeiro nos moldes anteriores levaria a mais do mesmo). Finalmente, na quarta seção avalia-se até que ponto a reforma proposta por Obama pode ser capaz de gerar maior estabilidade financeira no mercado global, dadas algumas implicações nada otimistas quanto aos desdobramentos da crise, tanto para a própria reforma regulatória americana quanto para os movimentos defensivos nos demais países.

## 2. Características do “Sistema-Modelo” Pré-Crise

Nos anos noventa, quando o último ciclo financeiro começou a prosperar, havia, se não um consenso, pelo menos uma grande confiança nas regras de funcionamento do sistema financeiro norte-americano como um bom ponto de partida para um modelo regulatório, no qual poderiam se apoiar os reformistas, nos países que desejassem beneficiar-se da crescente mobilidade internacional de capitais.

De forma simplista, três características fundamentais desse sistema americano pré- crise podem ser identificadas:

- a) uma tradição de controles sobre bancos comerciais e monitoramento do sistema de pagamentos, através de uma federação de órgãos reguladores e restrições às operações ativas dos bancos;
- b) um sistema de fiscalização e controle segmentado por instituições, que garantia ampla liberdade para a entrada de novas instituições e criatividade nas operações;
- c) uma filosofia minimalista de controles, derivada da confiança nas virtudes da autor-regulação, da forte desconfiança nas tendências de crescimento autônomo das burocracias, e da crença de que os custos de inibir inovações eram superiores aos riscos representados pela velocidade com que elas vinham sendo introduzidas.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> A crença de Alan Greenspan na capacidade de correção automática minimizou a tarefa das autoridades monetárias, que segundo ele ( “Risk and Uncertainty in Monetary Policy”, American Economic Association, San Diego, California, January 3, 2004) deveriam estar preparadas para conter os danos pós-bolha, do que tomar qualquer ação preventiva contra os excessos de especulação. Robert Shiller, de Yale, que inventou a exuberância irracional [Irrational Exuberance, Princeton University Press, 2000], chamou a atenção para a necessidade, bem como para a dificuldade, de se obter um conjunto middle of the road de políticas regulatórias, diante do fracasso das políticas radicais de regulação mínima, máxima criatividade e liberdade para inovar. Crises financeiras, onde pululam os abusos, as fraudes e os incentivos errados, desalinhados entre poupadores e alocadores –gestores-vendedores atestam esses fracassos. Finalmente, autores como Andrei Shleifer, de Harvard, [Inefficient Markets, Oxford University

Esse sistema bancário foi estendido nos últimos trinta anos, em um movimento potencialmente explosivo. De um lado, a segmentação cada vez maior dos mercados de ativos era consequência da criatividade que multiplicava e tornava mais especializadas as negociações dos mesmos. De outro, tornava-se mais difícil a distinção e a segregação entre bancos e não bancos, em consequência do aumento do grau de substituição entre os diversos ativos que eram, em princípio, transacionados em mercados separados, mas cuja comunicação tornou-se crescente graças às técnicas de produção de ativos sintéticos, capazes de replicar contratos formais específicos, transformando-os em produtos genéricos mais fáceis de distribuir.

A origem da segmentação pode ser atribuída à lei bancária de 1863 (*National Banking Law*), motivada pela necessidade de financiar os gastos da União na Guerra Civil. Foi criado um sistema de bancos nacionais, com padrões de reservas e requisitos de operações mais restritivos do que os dos bancos estaduais, e estabelecido o *Office of the Comptroller of the Currency* como órgão supervisor dos bancos nacionais, encarregado de criar uma moeda nacional uniforme.

Nos anos 30, ganhou força a tradição de controles sobre bancos comerciais com a aprovação da (segunda) lei Glass-Steagall de 1933, conhecida como a Lei Bancária de 1933, que estabeleceu a separação entre bancos comerciais, que não poderiam pagar juros sobre depósitos à vista (*regulation Q*), mas cujos depositantes poderiam contar com o seguros de depósitos, instituído pela FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), e as demais instituições financeiras não ligadas ao sistema de pagamentos, como bancos de investimentos, instituições de poupança e empréstimos e cooperativas de crédito. Estas não poderiam ter depósitos movimentáveis por cheques, nem se beneficiariam de garantia pública.

Esse sistema bancário “modelo” consagrou a legitimidade dos chamados mecanismos de Bagehot, que já eram aceitos em outros países, e que foram concebidos especificamente para suprir insuficiências súbitas de oferta de reservas bancárias, de modo a impedir que crises sistêmicas resultassem de movimentos exagerados nos preços das reservas por força de um problema localizado em um banco ou um grupo de bancos. Para muitos estudiosos da questão, entretanto, essa lógica de proteção dos depósitos só geraria um equilíbrio satisfatório se fosse mantida nítida a distinção entre bancos comerciais, cuja característica é ter meios de pagamentos em seus passivos, e as demais instituições, emissoras ou não de passivos financeiros. Dadas as necessidades de proteger o sistema de pagamentos contra colapsos de confiança, bancos comerciais precisam ter acesso automático à moeda emitida pelo banco central, de modo a suprir suas necessidades de caixa. Em contrapartida, costumam sofrer restrições quanto ao tipo de operações ativas que podem fazer, além de requisitos de capital mínimo.

A nitidez entre bancos e não bancos foi reduzida por mudanças legislativas em 1980. A *Depository Institutions Deregulation Act* desregulou as instituições de depósitos, extinguiu a “*regulation Q*”, que já havia sido contornada pela criação das *Money*

---

Press, 2000] estudaram os limites da arbitragem e associam estes limites à ineficiência dos mercados, o que é discutível.

*Market Accounts*, e deu ao Fed o poder legal de regular bancos não membros do sistema. A *Bank Holding Company Act* regulou as condições para a absorção de companhias não bancárias por bancos e o grau de alavancagem das holdings, em atendimento às necessidades geradas pela crise das *Savings and Loans*. Estas mudanças regulatórias responderam em parte à nova realidade das relações entre bancos e não bancos e reconheceram que o risco sistêmico poderia ser gerado fora do sistema de bancos comerciais.

A crise japonesa do início dos anos 90, que se seguiu à explosão da bolha imobiliária de Tóquio, contribuiu para alimentar a crença de que os sistemas mais baseados em regulação mais restritiva tornavam-se excessivamente inflexíveis, e que o papel mais ativo das autoridades monetárias na administração dos bancos privados (ou semi-públicos) não garantia a maior solidez do sistema.

### 3. Inovações e Fragilidades

A securitização de recebíveis, processo de transferir, integral ou parcialmente, empréstimos ou outros ativos, entre diferentes instituições, desempenhou um papel importante na proliferação das inovações, na diminuição dos requisitos de capital das instituições geradoras de empréstimos (usualmente bancos, empresas de empréstimos imobiliários, ou provedoras de crédito ao consumidor) e, em última análise, na estratégia das instituições financeiras para escolher o ambiente regulatório mais conveniente para suas operações. Inicialmente, a securitização facilitou a comercialização das carteiras de crédito e permitiu que essas carteiras fossem divididas e distribuídas segundo a conveniência dos gestores. Deste modo, os recursos das instituições originadoras eram liberados para mais aplicações. Com isso, os instrumentos de securitização foram sendo utilizados para transformar ativos que usualmente eram considerados ilíquidos, excessivamente arriscados, ou de difícil apreçamento, e tiveram o efeito de dificultar a avaliação das medidas de adequação de capital, no espírito dos princípios do acordo da Basileia.<sup>4</sup> A generalização de inovações financeiras, especialmente a proliferação de derivativos de crédito e derivativos desses derivativos (os chamados “*cdo*²”), permitiu a separação quase ilimitada dos riscos das operações, de modo que fossem criados ativos que pudessem ser distribuídos segundo o apetite para o risco ou a restrição regulatória a que estavam sujeitos originadores e tomadores finais de risco. Os resultados, que deram origem a novas fragilidades, são resumidos a seguir:

a) A proliferação de substitutos da liquidez à disposição de empresas, famílias e instituições não bancárias de modo geral é, em primeiro lugar, benéfica, porque permite a redução das margens de intermediação e diminui, assim, o custo do crédito. Dá, entretanto, uma ilusão de liquidez às diversas instituições não bancárias, e daí às

---

<sup>4</sup> O BIS divulgou, em 1992, um documento “*Asset Transfers and Securitization*”, no qual revê alguns aspectos da securitização do ponto de vista dos supervisores. Progressivamente, as dificuldades de avaliação dos requisitos de capital foram sendo reconhecidas, mas as soluções continuaram precárias. Veja-se, por exemplo, o “*Working Paper on the Treatment of Asset Securitizations*”, BIS, Outubro de 2001.

instituições não financeiras, que tendem a confiar cada vez mais na capacidade dos mercados para formar preços e transformar ativos “quase líquidos” em meios de pagamentos. Em última instância, esta noção pressupõe uma disposição do banco central para fornecer caixa ao sistema, ainda que tenha de desempenhar um papel novo, denominado por Willem Buiter de “*market maker*” de última instância. Em tempos normais, só bancos comerciais têm acesso aos empréstimos de liquidez. Em tempos de crise, os bancos comerciais tornam-se meros veículos para que os bancos centrais atendam a todo o sistema, monetizando, na prática, ativos sobre cuja emissão não têm controle.

A fragilidade resultante (que chamaremos de “**tipo 1**”) é a subestimação do custo privado da liquidação dos ativos, que leva a uma demanda por moeda e base monetária menor, por unidade de transação, do que se o prêmio de liquidez fosse corretamente apreçado, levando em consideração eventos raros, mas de alto impacto sistêmico. Essa fragilidade levou alguns especialistas a questionarem, na nova realidade dos baixos prêmios de risco e de indução à inflação de ativos, a conveniência de se elevar juros para diminuir o risco de uma monetização prócíclica, diante do risco de bolhas de ativos.<sup>5</sup> Ao longo da expansão recente, prevaleceu a ideia de que os bancos centrais deveriam concentrar-se apenas nos movimentos dos preços de bens e serviços, ao decidir sobre taxas de juros.

b) Vimos que bancos comerciais são instituições especiais, que por fazerem parte do sistema de pagamentos, enfrentam restrições quanto ao tipo de operações ativas que podem efetuar. Desde a segunda metade dos anos 1970, particularmente depois da invenção das *Money Market Accounts*, ocorreu uma proliferação de instituições não submetidas às restrições de capital e de liquidez a que estão usualmente sujeitos os bancos comerciais, que passaram a participar indiretamente do mercado de reservas bancárias. Essa proliferação gerou uma oferta de liquidez secundária, permitida pela escolha do formato mais adequado para as transações, segundo a regulamentação a que estivessem sujeitas as instituições envolvidas. Em tempos de normalidade, essa oferta subestima o custo de liquidez para instituições que não são parte do sistema de pagamentos.

A fragilidade resultante (**tipo 2**) é uma opacidade regulatória que permite que as instituições envolvidas nas diversas etapas da oferta de crédito selecionem os riscos de cada etapa, segundo a conveniência regulatória. Com a globalização financeira, esta possibilidade de escolha tornou-se ainda mais ampla, e assim ficou ainda mais difícil avaliar-se o grau de fragilidade sistêmica.<sup>6</sup> Tal fragilidade ficou exacerbada depois que

---

<sup>5</sup> Uma referência clássica sobre o assunto é o artigo de Ben Bernanke e Mark Gertler: “*Monetary Policy and Asset Price Volatility*”, AER, Maio de 1999. Um sumário do debate aparece em “*Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices*” (AER, Maio de 2001), dos mesmos autores. A conclusão dos modelos formais é que um banco central que persegue metas de inflação tem pouco a ganhar se reagir a preços de ativos, a menos que estes ajudem a prever a inflação, posto que a reação pode gerar mais imprevisibilidade do que seria desejável.

<sup>6</sup> Em 1997, foi apresentada à Secretaria Geral da ONU, uma recomendação para a criação de um organismo internacional: a *World Finance Organization* que, nos moldes da WTO, se encarregasse de definir normas financeiras mais homogêneas, de modo a servir de apoio ao então crescente processo de globalização financeira, que não tinha apoio sequer de padrões de demonstrativos contábeis

a lei norte-americana Gramm-Leach-Bliley, de 1999, permitiu a fusão entre o Citibank e a Travelers, dando origem ao Citigroup. Eliminou, assim, os últimos vestígios de separação entre as diversas instituições sem que fosse produzida uma nova realidade regulatória compatível com a nova concepção. Os fatos recentes, que levaram o governo dos EUA a transformar-se no maior acionista do Citigroup, tornam desnecessário enfatizar a importância dessa fragilidade no desenrolar da crise financeira atual.

c) A existência de um chamado sistema bancário “sombra”, com instituições que não se qualificam para empréstimos de liquidez do banco central, leva, naturalmente, ao questionamento da capacidade dos instrumentos tradicionais (redescontos de liquidez, operações de *repo* e alteração de compulsórios) de impedirem os efeitos sistêmicos de uma escassez súbita de reservas. Quando a chamada crise dos *subprimes* revelou a extensão da complexidade da rede de instituições que criavam, empacotavam, davam seguro e distribuíam ativos baseados em hipotecas, ficou claro que o problema não se restringia ao mercado de hipotecas, mas se estendia a todo o mercado de crédito.

A fragilidade resultante (**tipo 3**) é que voltou a haver dúvida, nos episódios recentes, quanto à capacidade dos bancos centrais para evitar “corridas bancárias”, que estiveram dissipadas pelo menos desde os anos 1930. Essa dúvida, por sua vez, levou a extensões cada vez maiores dos mandatos dos bancos centrais para socorrer instituições não bancárias e monetizar diretamente ativos emitidos por instituições completamente fora de seu controle. A expansão dos ativos dos bancos centrais (do qual o Fed é um exemplo notório) na exacerbação do chamado “afrouxamento quantitativo” é um dos fatores que hoje alimentam o debate em torno dos riscos de uma grande saída inflacionária para esta crise.

d) O aumento do grau de alavancagem financeira de instituições não bancárias (i.e. não reguladas como bancos), inclusive empresas não financeiras e famílias, é a consequência das “garantias implícitas” de liquidez e da queda dos *spreads* de intermediação financeira.

A fragilidade resultante (**tipo 4**) é uma combinação de alta sensibilidade dos balanços (e dos fluxos de caixa) à movimentos corretivos de juros, alongamento dos processos de correção dos exageros (ou seja, das reduções cíclicas de alavancagem), e maior risco de inadimplência em vários segmentos do mercado, o que levou à necessidade, em vários episódios, de socorros diretos à instituições não bancárias.

e) O aumento do grau de interconexão entre bancos e não bancos, via operações de derivativos, especialmente de balcão, tornou mais complexos e menos visíveis os laços de dependência entre as instituições. Na prática, aumentam as correlações nos períodos de risco e torna-se, portanto, mais difícil, para as autoridades, antecipar e mitigar os riscos de natureza sistêmica.

---

minimamente comparáveis. Ver *UN Economic and Social Council*, suppl. No. 15, *Committee for Development Planning, Report on the thirty-first session* (5-0 May 1997), especialmente seção C., pp 35 e seguintes.

A principal fragilidade resultante (**tipo 5**) é uma combinação de controles internos inadequados (caso AIG) e maior risco de colapso sistêmico, como fica claro quando falha um *hub* importante na rede de interconexões (caso Lehman). O resultado dessa fragilidade no caso atual foi uma demanda imprevisível por garantias de socorro público a instituições não apenas “grandes demais” para quebrar, mas também “conectadas demais” para permitir ações cirúrgicas e exemplares dos bancos centrais. Este resultado provoca um desgaste excessivo das relações entre Congresso e Executivo, que dificulta a busca de soluções para a crise financeira.

#### 4. Duas Premissas do Plano Obama

Uma vez posta em dúvida a eficácia da correção automática dos excessos, a própria ação corretiva governamental que estava disponível na legislação anterior revelou-se, no novo modelo financeiro, potencialmente destrutiva demais para ser levada a sério, o que evidenciou a necessidade de reformulação das regras. Em plena crise, essa reformulação tem seus próprios problemas de arquitetura.

No caso do Plano Obama, a primeira premissa clara é de que a crise atual não foi resultado simplesmente de um evento raro (apenas alguns desvios padrões fora das distribuições dos fatores de risco), mas da combinação de três pontos:

- uma **hipótese otimista sobre a autorregulação**;
- **um diagnóstico otimista** sobre a suficiência das regras anteriores para evitar problemas sistêmicos;
- e uma **ideia errada**, de que a regulação baseada na saúde das instituições é suficiente para garantir a hígidez do sistema.<sup>7</sup>

Esta premissa implica a necessidade de redesenhar a combinação de controle sistêmico estatal, com o desenho adequado de incentivos e com a manutenção de tamanhos manejáveis, tanto para a supervisão da normalidade quanto para a correção das crises.

A segunda premissa é que preservar a combinação do *too big to fail* com o *too interconnected to fail* incentivaria a recomposição de um sistema semelhante ao que provocou a crise. Portanto, para minorar o efeito procíclico das correções de alavancagem (via aumento da demanda por capital e diminuição da oferta de empréstimos) é preciso combinar maior supervisão dos grandes com maior garantia de que o ciclo de perdas sistêmicas esteja encerrado. Não deve ser esquecida, nesse contexto, a ideia que tem sido discutida de que as possíveis vantagens de escala que têm promovido o aparecimento de bancos grandes demais para quebrar, talvez não superem as desvantagens causadas pela criação de estruturas tão difíceis de supervisionar e controlar.

---

<sup>7</sup> Veja-se, por exemplo, o pronunciamento de Larry Summers, no *Council of Foreign Relations*, e suas respostas na entrevista “*Lunch with the FT*”, publicada no *Financial Times* de 16 de julho. Como principal economista acadêmico na assessoria de Obama, e ex-secretário do Tesouro, deixa clara sua opinião.

## 5. Conclusões: da arbitragem regulatória à arbitrariedade regulatória?

Admitindo-se como verdadeiras as premissas descritas na seção 3, há uma boa chance de que os esforços correntes para a reforma regulatória, que estão em andamento em vários países, consigam corrigir as principais distorções que levaram às cinco fragilidades descritas na seção 2.

Que o diabo se eterniza nos detalhes já é sabedoria convencional. A falta de detalhes nos projetos abre espaço para a arbitrariedade. O caso americano não é o mais grave, pois há uma tradição de conter os excessos de poder reclamados pelas burocracias em tempos de emergência. Não se sabe até que ponto, entre as linhas gerais da reforma de Obama, que parecem adequadas para tratar dos problemas que contribuíram para a crise atual (abortar os exageros de alavancagem antes que seja tarde, confiar menos na autorregulação, foco nas operações e não nas instituições, diminuir o espaço para arbitragem regulatória), e as nuances que são requeridas para não atrapalhar demais a eficiência na intermediação financeira, não se estará construindo um ambiente no qual as sombras serão preenchidas por uma burocracia que se crê iluminada.

Para complicar mais o problema, a convicção acadêmica em torno dos benefícios das ações de seguro público ainda continua pouco nítida. Calomiris (2008) chama a atenção para resultados recentes que sugerem que a proteção governamental a bancos, inclusive o seguro de depósitos, diminuiu a disciplina dos bancos no controle de riscos (que curiosamente, sofria oposição, em 1933, do Presidente Franklin Roosevelt, do Fed, do Tesouro e do senador Carter Glass, um dos autores da lei Glass-Steagall).<sup>8</sup>

Em particular, há dois campos nos quais a nova direção para a qual parece caminhar a reforma financeira pode mostrar-se particularmente custosa.

O primeiro é o campo da criatividade nacional, em resposta aos desdobramentos específicos da crise em cada país, que reabre espaços para o protecionismo contra os excessos da volatilidade externa. Mesmo nos EUA, onde há até pouco tempo a pressão por maior abertura dos sistemas financeiros aos investimentos estrangeiros era compatível com o discurso liberal do governo em praticamente todas as áreas da diplomacia econômica, há mudanças perceptíveis. Um exemplo é o inevitável espaço para a dubiedade que resulta da filosofia denominada de “pragmatismo libertário”, abraçada pelo grupo que tomou o poder nos EUA com Obama.<sup>9</sup> Esta abordagem para as políticas públicas evita as soluções fechadas, considera importante manter as escolhas individuais, mas acredita em um papel do Estado mais apto a dar um empurrão nas escolhas privadas para que elas sigam um caminho mais desejável. Aplicada agora às consequências das expansões exageradas do crédito privado, que foram parte dos eventos desse fim de ciclo, significa regras menos claras e maior tolerância com a arbitrariedade das agências regulatórias.

---

<sup>8</sup> Calomiris (op.cit) chama a atenção para a conclusão de J.Barth, G. Caprio, and R.Levine, *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*, Cambridge University Press, 2006 de que a análise empírica mostra que a maior proteção dada aos bancos aumenta o risco de colapso.

<sup>9</sup> R.H.Thaler e C.R.Sunstein (2009) (*Nudge*, Penguin Books, 2009)

Não se devem desprezar, portanto, os riscos de uma nova onda de nacionalismo protecionista no futuro do desenvolvimento da intermediação financeira global, o que pode significar um retrocesso na diminuição do custo de capital e, assim, um menor crescimento potencial no mundo. Restrições aos movimentos de capitais devem, com alta probabilidade, ganhar maior respeitabilidade nos países receptores, o que significa que os benefícios da intermediação financeira mais barata não poderão ser vistos como um fator de maior crescimento onde o capital é mais escasso.

No segundo campo, duas consequências podem ser sublinhadas. A primeira, conforme apontou o jornalista Clive Crook,<sup>10</sup> é a dificuldade de conciliar a necessidade de maior coordenação internacional entre políticas regulatórias com a liberdade para arbitrariedades nacionais que está explicitada na proposta de Obama. Um exemplo é a decisão de que uma instituição possa ser suficientemente grande e/ou interconectada para ser regulada pelo Fed. Este princípio dá um grau de arbitrariedade ao Fed para decidir a extensão de seu perímetro regulatório que, aplicado por outros países de institucionalidade mais fraca, pode tornar muito difícil a coordenação internacional entre reguladores. A segunda é de natureza interna. Dado o crescimento da burocracia que é necessário para implementar a nova filosofia regulatória, seria inocente não antever conflitos ideológicos paralisantes no Congresso americano, a exemplo do que ocorreu quando foi proposta a reformulação da lei bancária Glass-Steagall, que permitiu o surgimento do Citigroup, depois de anos de discussões intermináveis, a solução terminou sendo quase emergencial, e os resultados práticos da fusão da administração de bancos comerciais e companhias de seguro contribuíram para tornar mais obscuro o grau de segurança das instituições, pois de pouco ou nada adiantou o Citigroup contar com um passivo estável para torná-lo menos sujeito aos riscos de liquidez, como se imaginava.

Finalmente, há questões que emergem não apenas da crise em si, mas de seus desdobramentos, e que abrem espaço para novas reflexões sobre o tema de regulação financeira.

A primeira é a questão política. Antes da crise financeira se manifestar com toda sua extensão, o dilema dos governos era entre salvar os bancos para evitar uma catástrofe maior no setor real ou deixá-los sofrer as consequências das decisões que os levaram a tomar tanto risco, para evitar que o mesmo fenômeno se repetisse. No caso americano, o dilema no meio da crise passou a ser entre aplaudir os que escaparam graças às injeções de dinheiro público, pois eles herdarão a clientela, ou ampliar os controles sobre os mesmos, porque eles têm mais incentivos a fazer mais do mesmo e se mostram mais propensos a fazê-lo. No centro desse dilema, está o anúncio do retorno dos altos bônus e as acusações de excessiva intimidade entre assessores presidenciais e administradores de bancos, o que aumenta a carga política que terá de ser levada em conta nas decisões do governo sobre o quanto se imiscuir nas administrações das instituições que aumentaram seu poder de mercado. Uma consequência dessa politização é tornar mais complicados não apenas os detalhes da legislação ora sob exame do Congresso, mas também as próximas decisões que o governo terá de tomar.

---

<sup>10</sup> Ver FT de 22 de junho de 2009.

A segunda é a questão da complexidade que foi revelada pelos desdobramentos da crise. Em uma primeira abordagem, a complexidade em si era tida como fruto da criatividade que permitiria a diminuição dos custos de intermediação e a maior eficiência na alocação de riscos.<sup>11</sup> Do ponto de vista econômico, os prêmios pela criatividade poderiam ser vistos como resultado do poder de monopólio temporário criado pelas novas técnicas.<sup>12</sup> Mais recentemente, entretanto, a complexidade introduziu pontos de fragilidade no sistema, aumentando o grau de conflito entre as diferentes instâncias regulatórias diante da opacidade das fronteiras entre produtos e instituições. O próprio esforço de reforma tem sido caracterizado por uma guerra explícita por espaço, notadamente depois que o Fed foi erigido no topo do sistema de regulação financeira, desde o primeiro *blueprint* para a reforma proposto em abril de 2008, pelo então secretário Henry Paulson.<sup>13</sup> Estes fatos nos levam a prognosticar um processo de reforma que tem tudo para ser lento e que, provavelmente, não poderá incorporar todo o conhecimento que resultar da experiência atual. Isso significa, na prática, que a complexidade de instrumentos e operações ainda servirá para tornar letra morta muitos controles, que os conflitos de jurisdição ainda oferecerão ampla oportunidade para a arbitragem regulatória. Esse ceticismo implica um prognóstico nada animador do ponto de vista da diminuição de espaço para episódios em que o sistema bancário contribua para exacerbar o otimismo irresponsável quanto à avaliação de riscos. Apesar do grande desgaste político sofrido pelo setor bancário americano ao longo desta crise, que expôs várias inadequações do sistema de incentivos, o objetivo da restauração da oferta de crédito, provavelmente prevalecerá sobre a intenção de gerar um sistema mais transparente e menos propenso à crises com alto potencial destruidor.

Do ponto de vista das perspectivas, o lamentável é que apesar do desenvolvimento do setor financeiro ter ampliado o espaço para uma distribuição melhor dos riscos dos investimentos e ter aumentado, com isso, a oferta de crédito a famílias e a países mais arriscados, não conseguiu fazer isso sem tornar o sistema mais vulnerável a rupturas. Do ponto de vista da política econômica, não é nada encorajador pensar que a crise não tenha permitido tornar nem a oferta de crédito privado nem o sistema regulatório menos procíclicos. É mais provável que, com as distorções que vieram à tona, a interação entre as dificuldades políticas para montar um sistema que pelo menos evite, na melhor das hipóteses, a repetição do passado, com o desejo de restabelecer o quanto antes a oferta de crédito, resulte em mais do mesmo.

---

<sup>11</sup> Bookstaber (2009)

<sup>12</sup> Gillian Tett (2009). *Fool's Gold*, The Free Press, New York, 2009, parte I.

<sup>13</sup> Ver o capítulo 8 de Carneiro e Bolle nesta coletânea.

## A Coordenação Internacional da Regulação Financeira é Viável?

Pedro S. Malan

### 1. Introdução e Motivação

Em 17 de junho de 2009, quase dois anos após o início da crise, o Presidente Obama encaminhou ao congresso norte-americano seu tão aguardado plano de reforma do sistema de regulação de instituições financeiras. O encaminhamento foi precedido pela publicação, no dia 15, de importante artigo assinado conjuntamente por Timothy Geithner e Larry Summers intitulado *A New Financial Foundation*, que assim enuncia o objetivo do plano: “a criação de um regime regulatório mais estável, flexível e efetivo, que seja capaz de assegurar os benefícios da inovação financeira, ao mesmo tempo que proteja o sistema de seus próprios excessos”. O artigo, assim com o Plano enviado ao Congresso dois dias depois, identifica cinco áreas-chave para concentração de esforços legislativos.

A primeira afirma que a regulação “existente” teria como foco a segurança e solidez de instituições individuais, mas não a estabilidade do sistema como um todo. Portanto, dizem os autores, o Plano procuraria tratar desta deficiência elevando os requerimentos de capital e liquidez para todas as instituições.

A segunda afirma que dados os deslocamentos ocorridos na estrutura do sistema financeiro, o plano imporá robustas exigências de prestação de informações a emissores de “*asset-backed securities*”; reduziria a dependência de reguladores e investidores das agências de classificação de risco de crédito e, talvez mais significativamente, notaram os autores, obrigaria o originador, patrocinador ou *broker* (corretor) a reter um grau de interesse financeiro no desempenho do instrumento (*skin-in-the-game requirement*).

A terceira área de foco seria a promessa de um sistema regulatório que oferecesse proteção adequada a consumidores e investidores, o que, asseveram os autores, não seria o caso do sistema atual.

A quarta seria o estabelecimento de um mecanismo legal que permitisse a rápida e ordenada resolução de qualquer *holding company* cuja falência pudesse ameaçar a estabilidade do sistema financeiro em seu conjunto.

A quinta área -- e a que mais nos interessa agora -- expressa o reconhecimento da necessidade imperiosa de melhor cooperação internacional no desenho de padrões de regulação financeira, de modo a impedir a arbitragem regulatória e a rápida disseminação de problemas financeiros para outras jurisdições. Os autores -- e o Plano -- afirmam que os EUA “utilizarão” a sua posição de liderança na comunidade internacional para promover iniciativas compatíveis com as reformas regulatórias domésticas que pretendem por em prática, descritas no plano encaminhado ao Congresso.

Esta quinta área é particularmente relevante para os propósitos desta nota que procura apenas responder à pergunta que nos foi feita pelos organizadores deste livro virtual: “A coordenação internacional da regulação financeira é viável?” Poderia ela ser liderada pela administração norte-americana como sugerem Geithner, Summers e Obama?

## 2. A Viabilidade e a Complexidade da Coordenação Internacional

Para responder a estas perguntas, é preciso entender e tomar como ponto de partida a “balkanização” hoje existente nos próprios sistemas nacionais de regulação e supervisão, e as dificuldades, nada triviais, de “consolidação” do aparato regulatório em diferentes contextos domésticos visando maior “coordenação internacional” entre os mesmos.

Por exemplo, os EUA ainda têm, domesticamente envolvidos neste processo, nada mais nada menos que o Fed, a SEC, o Tesouro, o OCC, o FDIC, o CFTC, a OTS e 50 reguladores estaduais de seguradoras locais, além de reguladores de *credit unions* e *local thrift supervisors*. O escrutínio a que o Plano Obama está sendo submetido no Congresso, em subcomissões distintas, várias com décadas de relacionamento com algumas das siglas da sopa de letras acima (e seus lobbies, sempre muito atuantes), mostra que a “liderança” que os EUA (através de seu Poder Executivo e suas lideranças no Congresso) precisam mostrar não se restringe de forma alguma à esfera internacional.

A União Européia, e seus 27 países com contextos regulatórios e estruturas de supervisão ainda também “balkanizados”, propôs, por sua vez, a criação de um Conselho Europeu de Risco Sistêmico e de um Sistema Europeu de Supervisão Financeira, que seria responsável pela supervisão de bancos, *hedge funds* e agências de classificação de risco (ver o chamado *de Larosière Report* de fevereiro de 2009). Nada trivial de alcançar. Também aqui, como nos EUA, os esforços da EU para exercer liderança européia no contexto global dependem em larga medida de efetividade prévia no exercício de liderança nos dois primeiros dos círculos concêntricos – o nacional e o regional – antes de chegar ao terceiro círculo mais amplo – o global, que Guimarães Rosa chamaria de a terceira margem do rio.

Assim, tanto nos EUA quanto na União Européia há um *collective action problem* que é tão complexo quanto o *collective action problem* à escala global, quanto mais não seja porque um grau mais elevado de cooperação e coordenação internacional depende crucialmente da redução das excessivas balkanizações, nacionais e regionais.

A Suíça, por exemplo, não tem o problema de balkanização do aparato regulatório e de supervisão de instituições financeiras. No entanto, tem outros problemas graves e não triviais: seu Banco Central solicitou, no dia 18 de junho, poderes legais para desmembrar partes de bancos considerados “*too big to fail*” (na linha do *resolution authority* que busca o Fed). A imprensa européia não deixou de notar que apenas o UBS e o Credit Suisse detinham, em conjunto, mais de U\$ 3 trilhões de passivos, cerca de seis vezes o tamanho do PIB suíço (é como se os 2 maiores bancos brasileiros

tivessem passivos de cerca de 9 trilhões de dólares). A expressão “*too big to be rescued*” (por uma única autoridade nacional) juntou-se às conhecidas “*too big -- or too interconnected -- to fail*” do jargão dos *cognoscenti*.

Na Inglaterra, há uma disputa surda ainda não totalmente resolvida entre o Banco da Inglaterra, o Tesouro e o órgão de regulação e supervisão bancária que foi criado quando os trabalhistas chegaram ao Poder com Tony Blair e Gordon Brown em 1997: o Banco recebeu autonomia operacional para definir a política monetária, mas perdeu as responsabilidades de regulação e supervisão para um novo órgão, a FSA (*Financial Services Authority*). A disputa envolve não só as autorizações legais para definir políticas, princípios e regras de regulação financeira, como também a responsabilidade por *enforce them*. A proposta de criação de um órgão de coordenação que monitore e arbitre estas diferenças não terá trânsito fácil e rápido: o partido Conservador, que ora lidera as pesquisas para as eleições de 2010, tem idéias distintas sobre a distribuição de responsabilidades entre os tres órgãos – e já as expressou. Não haverá, portanto, avanços rápidos nesta área, que exige alterações legislativas controversas pela sua própria natureza. Quanto mais lentamente a Inglaterra avançar na resolução doméstica destas questões, mais complexa será a tarefa de coordenação internacional na esfera regulatória, dado o peso (atual) de Londres e de suas instituições nos mercados internacionais de capitais.

No Japão, cujo PIB pode declinar cerca de 6% este ano, o quadro de regulação e supervisão financeira em seu futuro é ainda menos claro. A influência japonesa neste processo será limitada pela longa duração - bem mais de uma década - de problemas não inteiramente resolvidos em seu sistema financeiro após o estouro de sua bolha de preços de ativos do início dos anos 90. O que tem levado o Japão a uma postura marcada por relativo “*low key profile*” no debate internacional sobre o tema de regulação financeira.

Os países e regiões mencionados acima são peças-chave em qualquer tentativa de maior coordenação internacional. Afinal, estima-se que quase 95% do valor total de todos os instrumentos de dívida emitidos no mercado internacional de capitais têm como moeda de denominação apenas uma destas cinco: o dólar americano, o euro, o yen, a libra esterlina e o franco suíço. Outro exemplo do peso relativo dos países e regiões mencionados nos parágrafos anteriores pode ser visto na estimativa do total de ativos financeiros (públicos e privados) por região do mundo (McKinsey, para o ano de 2006): os EUA, a Eurozona, a Inglaterra, o Japão, a Suíça e os Nórdicos representavam mais de 85% do total dos ativos financeiros do mundo.

É verdade que o mundo está mudando – e vai continuar a mudar, forçado pelas circunstâncias da crise e pela emergência de novos atores e novos mecanismos de diálogo e cooperação internacional: o grupo dos 20 para assuntos econômico-financeiros voltou a ser um foro relevante. O Comitê de Basileia que, ligado ao BIS, trata de supervisão bancária e do estabelecimento de regras prudenciais para a indústria bancária incorporou sete novos membros: Austrália, Brasil, China, Índia, Rússia, Coréia e México, totalizando 20 países. Antes desta ampliação, eram 10 Europeus, os EUA, o Canadá e apenas o Japão como país não europeu ou de origem

não européia. O antigo e importante *Financial Stability Forum* foi transformado em *Financial Stability Board* e incorporou mais onze novos membros, entre eles os quatro Brics, além de todos os mais de 10 organismos, instituições e comitês internacionais relevantes para um debate sobre o futuro da regulação e supervisão de instituições financeiras e de mecanismos de consulta voltados para a mitigação de riscos de crises futuras.

É verdade que países que não têm sistemas financeiros não podem, por definição, ter crises financeiras. Mas o fato é que as interconexões globais dos sistemas financeiros de muitos mercados emergentes não podem mais, como no passado, ser ignoradas. Por exemplo, dentre os 25 maiores bancos do mundo em termos de *market-capitalization*, há 5 chineses, 3 canadenses, 3 americanos, 2 brasileiros, 2 espanhóis, 2 australianos, 2 japoneses, 2 ingleses, 2 italianos, 1 francês e 1 suíço. Isto muda, por suposto, mas o fato é que o jogo se tornou muito mais complexo e o número de participantes maior e mais diversificado.

Isto, por si só, quer dizer que a coordenação internacional da regulação financeira é inviável? A resposta seria sim, se coordenação internacional fosse definida – como fazem alguns – como exigindo a criação, com sentido de urgência, de um órgão regulador global (ver B. Eichengreen’s “Out of the Box”). Mas os que têm esta visão um tanto ingênua não são, espero eu, a maioria dos seriamente interessados no tema e que estão olhando o mundo real: um mundo de problemas financeiros de claras dimensões globais, mas no qual decisões políticas, ao fim e ao cabo, precisam ser tomadas em diversos *fronts* domésticos (ou regionais no caso de algumas decisões da Comunidade Econômica Européia). Afinal, as grandes instituições financeiras vivem e operam no mundo global, mas morrem “nacionalmente”.

### 3. À Guisa de Conclusão

Deixando de lado as idéias mais utópicas e inviáveis de criação de um órgão regulador e de supervisão global com poder de *enforcement* sobre soberanias nacionais, acho que é possível, desejável, viável e necessário avançar mais, gradualmente, na direção de maior cooperação internacional e maior efetividade de processos de monitoramento, trocas estruturadas de experiências entre governos e entre os setores público e privado, e na busca das convergências possíveis: tanto na área da regulação (políticas, princípios, regras), como de supervisão (aplicação de tais políticas, princípios e regras em situações específicas de empresas e setores; o que sempre envolverá exercícios de sereno julgamento).

Não é fácil, nunca foi e nunca será. Tomará mais tempo do que muitos pensam. Mas crises globais da magnitude que experimentamos sempre encerram lições importantes, e com elas sempre aprendemos algo. É pena que não tenhamos uma maneira menos custosa e sofrida de aprender. Mas os erros hoje são ampla e publicamente reconhecidos. Apenas um exemplo, nas palavras de Tim Geithner: “Nenhuma crise como esta tem uma única ou simples causa, mas o fato é que, como Nação, nós nos endividamos em demasia, e permitimos que nosso sistema financeiro assumisse níveis

irresponsáveis de risco... a falta de um moderno e apropriado regime regulatório e de *resolution authority* contribuiu para causar esta crise, e continuará a restringir nossa capacidade de enfrentar crises futuras, até que tenhamos implementado reformas fundamentais nesta área”.

Vale notar que a crise, e a necessidade imperiosa de responder a ela, acelerou a produção de um acervo de trabalhos extremamente relevantes sobre este tema, como por exemplo, o relatório do Grupo dos 30 (Volcker, Padoa-Schioppa e Fraga); o chamado *Geneva Report* (Brunnermeier, Crockett, Goodhart, Persaud e Shin); o relatório do Grupo de Alto Nível coordenado por Jacques de Larosière para a Europa; os Relatórios Turner e Walker para a Inglaterra; e os trabalhos do FSF, agora FSB, dentre vários outros produzidos por governos, instituições multilaterais e setores privados. A leitura atenta do que de melhor se produziu – e se vem produzindo – mostra que avançamos no entendimento do que deu errado e na compreensão das linhas gerais sobre o que fazer – sempre lembrando que o diabo está nos detalhes, nos reais conflitos de interesse, na imutável natureza humana e nos inevitáveis riscos e incertezas que o futuro sempre encerra.

Mas esta crise, como as que se lhe antecederam, será superada, ainda que a um enorme custo material e humano para a economia global. Um custo que ainda não nos é dado conhecer na sua inteireza, porque o processo ainda segue seu curso e as consequências da crise estarão conosco ainda por vários trimestres.

Seria lamentável, entretanto, se a perspectiva do início de uma gradual superação desta crise significasse a instauração de um grau excessivo de complacência que impedisse que avançássemos mais em termos de uma cooperação internacional mais efetiva – que parecia tão prioritária no auge da crise, mas que corre o risco de perder seu sentido de urgência, seu foco e seu propósito – ainda que sem ilusões voluntaristas quanto à prazos.

Afinal, como notou Galbraith “a memória financeira dura, no limite, não mais que 20 anos. Este é o tempo máximo que se toma até que a lembrança de um desastre seja apagada da memória coletiva e até que alguma variante da demência passada apareça para capturar a mente financeira. É também o tempo geralmente requerido para que uma nova geração entre em cena, impressionada, como foram as gerações precedentes, com seu próprio gênio inovador”.

Martin Wolf assim sintetizou a crise recente da economia global: “esta é tanto uma história macroeconômica quanto de insensatez, ganância e inadequadas regulação e supervisão financeira”. Não foi a primeira e não será a última crise porque a natureza humana é o que é há milhares e milhares de anos e não mudará. Mas é possível e desejável procurar aumentar os intervalos de tempo entre crises graves e tentar reduzir os custos econômicos e sociais de crises (uma vez que ocorram), através de respostas apropriadas de política econômica; o que, neste século XXI, exigirá um grau de cooperação internacional entre reguladores e supervisores de instituições financeiras, bem como avanços no gradual processo de convergência para um padrão global de demonstrações financeiras que permita maior transparência e compatibilidade

internacional em benefício de investidores, analistas, auditores, e da própria atividade de regulação e supervisão de instituições financeiras.

## Autorregulação no Sistema Financeiro

Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho

***“A verdade jamais pode ser dita de tal modo que, sendo ela entendida, nela não se acredite” William Wallace (1790)***

### 1. Introdução

O agravamento da crise global ao longo de 2008 e início de 2009 aprofundou o ceticismo em relação a capacidade não só dos governos regularem o sistema financeiro, como também do mercado se autorregular. Na verdade, por conta do pânico e da percepção geral de risco sistêmico, colocando governos e o setor privado, especialmente instituições financeiras, em situação de insolvência, os agentes econômicos passaram a questionar a validade do atual arcabouço institucional internacional, legado prático do fim da crise dos anos 30.

Apesar de ser considerado um dos mais regulados segmentos econômicos, a chamada crise do *subprime* pôs por terra a sensação de que o sistema era capaz de se equilibrar e dar conta de um processo de globalização com crescentes inovações financeiras. O questionamento ficou reduzido muitas vezes a mera crítica política, como a do presidente francês Nicolas Sarkozy, pontuada em setembro de 2008, no auge da crise: *“Self-Regulation is finished. Laissez faire is finished. The all-powerful market that is always right is finished”*.

Na verdade, naquele instante, não se tinha noção clara do que havia falhado. Teria sido a regulação que não cumpriu seu papel, sobrecarregando as “forças” autorreguladoras e auto disciplinadoras do mercado? Teria a autorregulação sucumbido aos conflitos de interesses dos participantes de mercado, sobrepujando e induzindo ao erro a mão fiscalizadora do Estado? Ou seria uma combinação de ambas as coisas, algo que só fortaleceria a idéia de que “mais governo” é a única solução para consertar o sistema? O fato concreto é que não se pode negar que regulação e autorregulação caminham juntos, e que essa interação não pode sofrer simplificações que limitem a compreensão do papel de ambas na ação prudencial e de conduta diante do mercado.

O presente artigo busca recolocar, de forma sucinta, a questão da autorregulação longe das percepções ideológicas e emocionais recentes. Demonstra não só as características e benefícios de autorregulação bem estruturada, como a necessidade de considerá-la sempre diante de seu contexto histórico e institucional, assim como seu papel, e suas limitações, na promoção das leis e da supervisão estatal do mercado. Por fim, o artigo pondera a experiência e o porquê do caso brasileiro ser visto como um exemplo bem sucedido e organizado de tal prática.

## 2. Autorregulação: Características e Modelos de Atuação no Brasil

A autorregulação e a regulação estatal caminham lado a lado. É fato que os sistemas aplicados na regulação geral dos mercados de capitais não podem ser dissociados. Na verdade, a autorregulação tem sido historicamente um suporte valioso ao aprimoramento da própria legislação, ou regulação estatal, e à melhoria das práticas de mercado, sobretudo em um cenário de rápida mutação do sistema financeiro. A autorregulação, em termos objetivos, tem sido usada em maior grau como um mecanismo complementar da regulação, ao invés de algo que substitua a ação estatal. Em diversos momentos, ela chega a antecipar e propor alterações ao regulador. Em outros, orientada pelo regulador, edita, aplica e supervisiona as normas legais vigentes.

Ela pode ser definida a partir de duas grandes modalidades de atuação, a saber: uma de caráter voluntário (ou de base privada) e outra exercida a partir de uma imposição legal (ou pública). Sua ação, assim como na regulação, pode ter um papel prudencial ou de conduta. No Brasil, como em outras partes do mundo, a autorregulação pública se estruturou a partir do maior desenvolvimento das bolsas. Desde 1976, as bolsas de valores, mercadorias e futuros, bem como as entidades de balcão organizado e liquidação de valores mobiliários são vistas e consideradas órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, hoje representados na figura da BM&F Bovespa e da CETIP. Na prática, tais entes atuam diretamente sobre os intermediários do mercado de capitais, exercendo inclusive ação de fiscalização, *enforcement* estatal e punição, quando requerido. Recentemente a atualização dessa relação passou a ser ordenada pela Instrução CVM 461, de 2007.

Entretanto, vale destacar o papel em paralelo que a autorregulação voluntária atingiu no país nos últimos 12 anos, seja do ponto de vista da aceitação de seus membros, seja no efetivo papel de representação, elaboração de regras de conduta, fiscalização, educação da base de investidores ou na certificação de seus membros. Neste sentido, associações como a ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado, ou a ANBID – Associação Nacional de Bancos de Investimento (ambas em processo de fusão, para dar origem a maior organização de autorregulação voluntária do sistema financeiro nacional), desenvolveram processos eficientes de monitoramento e *enforcement* em colaboração com as normas mais gerais do regulador estatal. No caso da última instituição mencionada, desde a criação de seu primeiro código em 1998 (Código de Autorregulação de Ofertas Públicas), até o presente momento, quando coexistem na estrutura regulatória outros 4 códigos, já foram aplicadas mais de 1000 multas, 6000 cartas de advertência, e mais de 50 processos foram instaurados, dando uma noção do grau ativo da supervisão junto aos membros de mercado aderentes aos códigos estabelecidos. Neste período, foram analisadas em torno de 650 ofertas públicas e 12600 fundos de investimentos para fins de registro. Certificaram-se, no programa de Certificação Continuada, 135000 profissionais, de um total de 750 instituições

aderentes, tudo de acordo com a estreita observância dos órgãos de regulação estatal, em especial o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários.

### 3. Autorregulação em um Contexto mais Global

A autorregulação nas modalidades descritas na seção 1 tem variado de país a país, em função de condicionantes culturais e históricos específicos. A crise financeira colocou em questão, particularmente no caso da economia americana, a credibilidade e a validade da autorregulação como um mecanismo capaz de vigiar e punir os excessos dos mercados e de seus intermediários. Na verdade, foi a dificuldade de regular, ou as falhas nos mecanismos estatais de regulação, que levou a um descontrole do sistema, muito mais do que as falhas nos códigos e processos de autorregulação voluntária ou pública. Até porque a regulação geral do sistema financeiro americano está, em última instância, muito mais calcada na tradição do papel do Estado, tanto em matéria da legislação como da supervisão geral. Herança da crise dos anos 30, a regulação do sistema financeiro durante o *New Deal* teve origem no conjunto de normas estatais editadas em 1933 (*Securities Act*) e 1934 (*Securities Exchange Act* – momento em que, inclusive, a *Securities Exchange Commission* foi criada).

Independente da crise atual ou das anteriores, a solução americana tem passado em geral por um reforço na regulação estatal, ao invés de um fortalecimento maior das entidades de autorregulação, especialmente as de caráter voluntário. Nos Estados Unidos, a autorregulação é preponderantemente exercida pelas bolsas (New York Stock Exchange, Chicago Mercantile Exchange, etc.), que historicamente herdaram algumas mudanças institucionais do passado, embora diluindo sua origem de caráter mais voluntário com base no mercado. A própria FINRA (*Financial Industry Regulatory Authority*), resultante, em 2007, da fusão da NASD (*National Association of Securities Dealers*) com a área de supervisão da NYSE, assim como as demais bolsas, não escapa dessa ligação estreita com o regulador oficial.

Nos momentos de maior estresse dos mercados, no auge da crise, quando a situação de descontrole dos *Credit Default Swaps* e a especulação desenfreada com as vendas a descoberto ficaram evidentes, foi a SEC (*Securities and Exchange Commission*), e não outra entidade de autorregulação, que partiu para o confronto, produzindo as principais mudanças propostas.

Do ponto de vista ainda da pouca influência dos mecanismos de autorregulação voluntária ou pública, vale chamar atenção para os modelos inglês e francês. Em ambos os casos, o papel do Estado é dominante, sendo baixa a institucionalização de órgãos autorreguladores capazes de alterar a legislação ou mesmo de coibir antecipadamente práticas equivocadas de mercado. São as agências públicas, FSA, no caso inglês, e a AMF, no caso francês, que sistematizam a legislação, supervisionam e punem desvios. O fato do Estado estar à frente do processo não impediu, entretanto, que a supervisão

falhasse e que as instituições financeiras, especialmente as inglesas, fossem pegas com desvios graves nos seus controles de risco e nos seus limites de alavancagem.

Outros países, como o Brasil, mesclam sistemas mais flexíveis de regulação, onde parte pode ser determinada por uma ação mais forte dos reguladores estatais, e parte por instituições de autorregulação voluntárias ou públicas. Países como Canadá e Colômbia, por exemplo, possuem formas de regulação muito mais calcadas na atuação dos intermediários de mercado. Já Japão, Austrália, Malásia, e de certa forma, Chile, Hong Kong e Suécia estão baseados em um sistema onde as bolsas possuem uma dinâmica mais atuante na fixação e supervisão das regras, ainda que com graus diferenciados. O fato a destacar é que em cada um desses casos o Estado, ainda que presente como legislador de última instância, conferiu, e ainda confere, algum papel de destaque aos membros de mercado para prover o melhor conjunto de normas.

#### **4. Desafios, Conflitos e um Caminho Promissor**

Independente do elevado ceticismo recente quanto ao papel da regulação em geral, é possível tecer uma perspectiva promissora, em especial para o papel futuro da autorregulação. As práticas recentes, em um contexto global, tem indicado que a autorregulação, seja ela de base voluntária ou pública, vem contribuindo para o maior aperfeiçoamento da regulação estatal. Seu papel vai desde o maior nível de detalhamento técnico de certas operações de mercado, passando pela ampliação dos mecanismos de supervisão e punição, pela antecipação das atualizações do marco regulatório, e até pela própria disponibilidade de recursos para a realização de investimentos na modernização do sistema.

Apesar disso, críticos da modalidade pró-mercado, especialmente em um ambiente de maior instabilidade, ressaltam a existência de conflitos de interesse inerentes a esse processo. Ainda que esses conflitos façam parte da realidade, uma das formas de amenizar o impacto tem sido a criação de mecanismos de separação entre as estruturas que organizam e elaboram as normas, daquelas dedicadas mais a supervisão e aplicação das punições. Outra forma é a inclusão de membros independentes nas associações de representação de mercado, permitindo um alinhamento institucional mais amplo. Em mercados ainda pouco desenvolvidos, ou naqueles onde o nível de concentração bancária pode se tornar um obstáculo ao desenvolvimento de melhores práticas, o estímulo da convivência com o poder regulador ameniza desconfiças e torna as estruturas alertas para eventuais exageros em práticas questionáveis.

Nesse sentido, a autorregulação no Brasil tem dado demonstrações de para onde o sistema pode caminhar. Essa perspectiva tem sido objeto de análise e recomendação da IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), quando considerado o papel da autorregulação no sistema financeiro mundial. Dois exemplos recentes, ambos desenvolvidos no âmbito da ANBID, independentemente dos elementos já mencionados

de representação, conduta, supervisão e punição, reforçam o argumento. No primeiro caso, entre o início de 2008 e 2009, a associação, a partir de um diálogo com o regulador, a CVM, se antecipou a normatização estatal e reformulou seu código de ofertas públicas para incluir uma cláusula que melhor definisse os empréstimos pré-aberturas de capital, concedidos pelas instituições coordenadoras da oferta (os chamados *equity-kickers*). Tal fato permitiu não só um maior *disclosure* ao mercado, como uma melhor avaliação dos riscos e potenciais conflitos inerentes a transação. No segundo caso, em uma demonstração então inédita no país, a mesma associação celebrou com o mesmo regulador, através da Instrução 471 de agosto de 2008 (e, portanto, já em meio ao agravamento da crise financeira mundial), um convênio onde se instituiu a possibilidade do registro simplificado das ofertas públicas, a partir da análise prévia de entidades autorreguladoras, particularmente a ANBID, onde as condições necessárias de experiência, tradição e qualificação técnica estão presentes.

## 5. Conclusão

Pelo exposto, podemos considerar que o argumento do fracasso da autorregulação carece de melhor entendimento. Essa crise não foi simplesmente a crise da ausência do Estado, nem do fracasso desta autorregulação, mas da falta de entendimento e supervisão das próprias funções do Estado. Na verdade, paralelamente a revisão da maior parte dos modelos regulatórios estatais, é necessário enrijecer o poder da autorregulação como força auxiliar e supervisora da legislação oficial. Uma regulação de base estatal não pode ser eficientemente organizada sem os *inputs* de mercado. Da mesma forma, a autorregulação não é substituto para o Estado, nem será possível deixar aos agentes do mercado a tarefa exclusiva de legislar sobre toda e qualquer regra.

A solução para os próximos anos deverá caminhar na direção do fortalecimento conjunto de ambos os entes, sobretudo na interação direta e contínua entre as duas forças. O fracasso de uma delas certamente comprometerá as necessárias mudanças que visam promover uma maior estabilidade e previsibilidade do sistema financeiro internacional. Ao que parece, nesse caso, o Brasil anda fazendo sua parte. Vale sem dúvida considerar tais avanços.

## Referências Bibliográficas:

Carson, John(2008), “ Self-Regulation in Securities Markets”, AMV Americas SRO Meeting, World Bank, Bogotá, Colombia, November.

Chediak, Julian F.P.(2009), “ O Modelo ANBID: Autorregulação Voluntária em Complemento à Regulação Estatal”, Mimeo ANBID, Rio de Janeiro, Abril.

IOSCO(2007), “Survey on The Structure of Self Regulatory Organisations”, IOSCO SROCC Working Group on Self-Regulation, Autumn.

Oliveira Filho, Luiz Chrysostomo(2005), “A Auto-Regulação e o Mercado de Capitais” in *Mercado de Capitais e Crescimento Econômico: Lições Internacionais, Desafios Brasileiros*, Bacha, Edmar L. e Oliveira Filho, L.Chrysostomo(org.), Editora Contra-Capa, Rio de Janeiro.

Santos, Aline de Meneses e Trindade, Marcelo(2009), “Regulação e Auto-Regulação no Brasil e a Crise Internacional”, Mimeo ANBID, Rio de Janeiro, maio.

## Perspectivas sobre a Regulação Financeira no Brasil diante de Programas de Reforma em Economias Avançadas

Eduardo Loyo  
Rodrigo Azevedo

Os programas de reforma regulatória iniciados em economias centrais estão ainda num estágio preliminar, e não se tem clareza sequer sobre os efeitos das reformas sobre o funcionamento dessas economias e de seus próprios mercados financeiros. Mesmo assim, não é cedo demais para dar início a uma tentativa de compreender os possíveis impactos das reformas sobre o Brasil e sobre as demais economias emergentes. Canais mais imediatos de transmissão envolvem o próprio desempenho macroeconômico das economias centrais e a disponibilidade de financiamento para as economias emergentes. Um canal menos direto, mas também importante, é a influência que o novo arcabouço regulatório das economias centrais pode exercer sobre os padrões de regulação financeira do restante do mundo, inclusive das economias emergentes – e, em particular, do Brasil. É sobre esse último tema que nos debruçamos neste breve artigo.

Seria possível argumentar, a princípio, que diminuiu a capacidade das economias centrais de exportar seus modelos de regulação financeira como representando o estado da arte, diante das muitas falhas agora evidentes no modelo já em vigor, que há até bem pouco tempo também era apresentado como padrão a imitar. Nossa sensação é de que, passado um curto intervalo de contrição pelos erros passados, as próprias reformas serão propagandeadas – com graus variáveis de merecimento – como mecanismo eficaz de expiação e depuração, capaz de qualificar os novos modelos das economias centrais como padrão universal de melhor conduta na área da regulação financeira. Ainda que as economias centrais não venham a adotar um modelo único, sobretudo no que diz respeito a arranjos institucionais, é provável que surja um núcleo comum de conceitos fundamentais, presente em toda parte a despeito de variações na ênfase dada a cada elemento individual.

Além do reconhecimento intelectual que logrem estabelecer além fronteiras, os modelos de regulação financeira das economias centrais contarão com outros mecanismos de difusão em escala global. As discussões em curso revelam um nítido entendimento de que a competitividade dos sistemas financeiros dessas economias pode ficar comprometida se padrões mais lenientes de regulação continuarem em vigor em outras praças, e a própria eficácia das reformas pode ficar aquém do desejado se canais de arbitragem regulatória internacional não forem bloqueados. Daí os esforços de coordenação em diversos foros internacionais, notadamente o G-20 e o Financial Stability Board. Também se aventou a possibilidade, numa vertente mais impositiva, de tornar o acesso de instituições estrangeiras aos mercados centrais condicional ao devido alinhamento regulatório de seus países de origem, pelo menos em algumas áreas específicas (por exemplo, a regulação dos mercados de derivativos). Depreende-se do *white paper* do Tesouro norte-americano que até os critérios de qualificação de conglomerados financeiros como *Tier 1 FHCs* (as *financial holding*

*companies* de maior importância sistêmica, que terão regulação mais estrita a cargo do Federal Reserve) poderiam servir de instrumento de promoção do alinhamento regulatório de outros países.<sup>1</sup> De fato, entre os maiores conglomerados financeiros em operação nos Estados Unidos, muitos são instituições estrangeiras cuja presença do topo desse *ranking* se deve principalmente ao porte dos negócios que mantêm em outras partes do mundo. Quando julgados pelas conexões com a economia norte-americana, muitos desses conglomerados talvez não deveriam ser considerados pelo regulador local como tendo grande importância sistêmica. Nem por isso, contudo, ficou claro desde o início que escapariam de rigor regulatório igual ao que se pretende aplicar às instituições sistemicamente mais importantes no mercado doméstico norte-americano.<sup>2</sup> Uma vez classificadas como *Tier 1 FHCs* e submetidas aos rigores regulatórios correspondentes, essas instituições estrangeiras passariam inclusive a ter interesse, em nome do equilíbrio competitivo, na imposição de requisitos semelhantes a seus concorrentes nos respectivos países de origem ou em outras partes do mundo.

Por todo esse potencial de difusão, é importante acompanhar o andamento das reformas regulatórias. Para tanto, consideramos particularmente instrutivo adotar uma ótica comparativa com o arcabouço regulatório já em vigor no Brasil. Com o intuito de organizar o debate, e a despeito do risco de uma ou outra arbitrariedade, pode-se tentar classificar em dois grupos os vários componentes dos programas de reforma regulatória em discussão nas economias centrais:

**Áreas de Convergência:** São elementos dos programas de reforma que tornarão o arcabouço regulatório das economias centrais mais semelhante ao já vigente no Brasil. Pertenceriam a esse grupo princípios e mecanismos já existentes no Brasil mas que não tinham a mesma presença no arcabouço regulatório das economias centrais. Sua inclusão nos recém-iniciados programas de reforma tenderia a consolidar sua presença também no Brasil. Note-se que essa consolidação internacional pode oferecer uma salvaguarda para bons aspectos do nosso arcabouço regulatório, mas também é possível, pelo menos em tese, que contribua para calcificar características negativas.

**Áreas de Divergência:** São elementos que tornarão o arcabouço regulatório das economias centrais mais diferente do regime já em vigor no Brasil. Se, ao invés de aproximar-se do nosso modelo, as reformas criarem um afastamento, ou ampliarem um afastamento já existente, tenderão a gerar pressões para emularmos as soluções que vierem a adotar – sejam elas mais ou menos atrativas do nosso ponto de vista. Isso pode acontecer, de forma mais óbvia, pela adoção de princípios que o nosso arcabouço regulatório simplesmente não contempla. Também pode, porém, resultar

---

<sup>1</sup> Department of the Treasury, “*Financial Regulatory Reform: A New Foundation*”, 2009, disponível em formato eletrônico em [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf).

<sup>2</sup> O *white paper* do Tesouro norte-americano parece deixar essa questão propositalmente em aberto (p. 84): “*In consultation with Treasury, the Federal Reserve should develop rules to guide the identification of foreign financial firms as Tier 1 FHCs based on whether their operations pose a threat to financial stability. This evaluation should be similar to that used to identify domestic Tier 1 FHCs. The Federal Reserve could consider applying the criteria to the world-wide operations of the foreign firm. The Federal Reserve could also choose to apply the criteria only to the US operations of the foreign firm or to those operations of the foreign firm that affect the US financial markets. Several options are available for foreign financial firms.*”

de “ultrapassagem”, caso sejam adotados princípios que já observamos, mas reforçados a tal ponto que, ao invés de aproximar-se do nosso regime de regulação e proporcionar-lhe o conforto da similaridade, na verdade imporiam novas demandas de realinhamento.

Não temos a esperança de fazer uma classificação exaustiva ou definitiva, entre esses dois grupos, de todos os aspectos dos programas de reforma. Em várias dimensões, as linhas mestras dos programas de reforma já estão nitidamente desenhadas, mas ainda falta tanto em termos de detalhamento que não fica claro, de antemão, se as reformas propostas terminarão por aproximar ou afastar o novo paradigma internacional de regulação financeira do regime vigente no Brasil. Tampouco está claro que grau de harmonização internacional será afinal perseguido em relação a cada novo aspecto do arcabouço regulatório. Neste artigo, restringimos nossa atenção a áreas onde nos parece haver – pelo menos de uma perspectiva preliminar – bons motivos para crer que o resultado penderá para um dos dois lados, e que as reformas terão repercussão ampla sobre o padrão internacional de melhores condutas.

Em algumas dessas áreas, trabalhamos a partir da direção apontada pelas propostas iniciais de reforma – principalmente a proposta constante do *white paper* do Tesouro norte-americano – reconhecendo, no entanto, que o seu resultado final pode ser bastante discrepante da sinalização preliminar disponível neste momento. Um exemplo notório desse tipo de incerteza é o papel a ser atribuído à autoridade monetária na regulação prudencial. Há resistências evidentes nos Estados Unidos à ampliação dos poderes do Federal Reserve, conforme proposto no *white paper* do Tesouro, e opiniões influentes a favor de transferir até os poderes regulatórios de que o Fed já dispõe para um novo regulador bancário federal. O tema promete gerar ruído também no Reino Unido, onde a aplicação da mesma filosofia não seria uma mera redistribuição de poderes entre os muitos órgãos que hoje já compartilham a supervisão bancária, mas sim uma volta de 180 graus em relação à medida tomada, no início do governo Blair, de retirar essa missão do Banco da Inglaterra (com a formalização da autonomia da política monetária e a criação da Financial Services Authority). O partido conservador até já aventou a possibilidade extrema de, vindo a formar um novo gabinete, devolver a supervisão bancária ao Banco da Inglaterra. Em ambos os lados do Atlântico, a discussão promete ser acirrada, reduzindo as chances de um resultado puramente neutro no que diz respeito à influência que possa exercer sobre o desenho regulatório brasileiro. Rejeições explícitas da tese de que a autoridade monetária merece precedência como regulador bancário poderiam até convidar novos questionamentos sobre o papel preponderante que o Banco Central do Brasil exerce nessa área, ao invés de consolidar sua atual posição. Da mesma forma, o potencial para reviravoltas súbitas também ficou evidente no tocante às regras de marcação a mercado: quando se cogitava que a regulação norte-americana perenizasse a *forbearance* instituída em resposta à crise, sobreveio a idéia de estender a exigência de marcação a mercado a uma gama de ativos ainda mais abrangente.

Uma vez dado o alerta para todas essas incertezas, e explicitado o caráter necessariamente preliminar de qualquer conclusão, o que se pode imaginar como potencial influência, para o arcabouço regulatório brasileiro, dos programas de

reforma em curso nas economias centrais? Apresentamos nos apêndices abaixo uma breve análise de cada um dos elementos que consideramos mais relevantes, classificados entre potenciais áreas de convergência (apêndice 1) e de divergência (apêndice 2). Deixando de lado, por ora, os detalhes específicos de cada item, parecem emergir desse apanhado geral quatro tipos básicos de situação, no que diz respeito ao impacto potencial sobre o nosso regime regulatório.

Primeiro, para a maior parte das áreas de provável convergência, o impacto sobre o arcabouço regulatório brasileiro – no caso, o efeito legitimador do nosso *status quo* – promete claramente ser limitado. Nessas dimensões, o regime reformado das economias centrais ficará mais parecido com existente no Brasil, reproduzindo em geral aspectos do nosso arcabouço que, inclusive, consideramos bastante salutares. Embora esse movimento pudesse nos dar, a princípio, uma contribuição relevante ao ratificar e solidificar boas regras prudenciais já em vigor em nosso país, acreditamos que o impacto concreto nesse sentido será modesto, por se tratar de áreas em que a nossa regulamentação, embora fosse diferente, não parecia estar fortemente ameaçada por modificações que viessem a enfraquecê-las. Esse parece ser o caso, com maior ou menor certeza, de quase todos os itens listados no apêndice 1, com a possível exceção dos itens 1.3 e 1.7. Casos notórios de convergência com baixo impacto legitimador dizem respeito aos requisitos de registro e transparência para gestores de recursos de terceiros, à autoridade do regulador para impor medidas saneadoras de instituições financeiras ou para promover a sua resolução, e à coordenação entre diferentes entidades reguladoras. Entre esses casos, cabe mencionar uma esperança localizada de “ultrapassagem” e de influência transformadora sobre o regime em vigor no Brasil, ao inspirar uma saudável ampliação do escopo de atuação do Coremec (ver item 1.10 abaixo).

O papel da autoridade monetária como regulador prudencial (item 1.7 do apêndice 1) é um dos dois casos de inclusão discutível nessa categoria mais ampla de convergência com baixo impacto legitimador. Na verdade, nem a convergência está assegurada – conforme já mencionado, segue a polêmica sobre o aumento do poder regulador dos bancos centrais – nem o impacto será necessariamente tão baixo. Vale recordar que já chegaram a tramitar no Congresso Nacional projetos de legislação que retirariam do Banco Central do Brasil a função de supervisão bancária, no contexto das discussões – até agora infrutíferas – sobre a autonomia formal da autoridade monetária. Diante da inclinação reformista manifestada nesses projetos, o desenho regulatório posposto pelo Tesouro norte-americano, caso seja de fato acolhido, poderia contribuir de forma mais significativa para consolidar o nosso atual arranjo institucional. Por outro lado, uma rejeição da proposta do Tesouro – em particular, em nome das considerações que motivaram o atual modelo britânico, provável inspiração, por sua vez, para projetos de reforma já contemplados no Brasil – tenderia a enfraquecer a defesa do nosso arranjo institucional de supervisão bancária integrada à autoridade monetária. Não obstante, insistimos por ora em incluir esse item na categoria de “convergência com baixo impacto”, tendo como hipótese de trabalho que a reforma tomará o rumo sinalizado no *white paper* do Tesouro, e considerando também que, enquanto não for possível vislumbrar uma imediata consagração em lei da autonomia operacional do Banco Central, a tese da segregação institucional entre política monetária e supervisão

bancária também não gozaria de base conceitual ou oportunidade política para prosperar no Brasil.

Igualmente discutível é a categorização do item 1.3 do apêndice 1, referente aos requisitos de liquidez. Trata-se de uma área de convergência na medida em que fica internacionalmente consagrada a necessidade de requisitos regulatórios de liquidez. Por outro lado, os mecanismos a serem implementados nas economias centrais deverão ser bem mais refinados do que o nosso sistema de depósitos compulsórios, o que poderia resultar em mais uma situação de divergência por “ultrapassagem”. Em termos líquidos, estamos inclinados a acreditar que, no curto prazo, o elemento de convergência prevalecerá, ainda que apenas marginalmente, emprestando alguma legitimidade à manutenção do regime de compulsórios pelo menos até que mecanismos alternativos provem a sua eficácia. Justamente por se tratar de um quase empate entre os componentes de convergência e divergência, contudo, o impacto legitimador tende a ser baixo – em particular, por ser pouco sustentável no longo prazo. Em prazo mais longo, de fato, é possível enxergar um enriquecimento do debate sobre o nosso regime de compulsórios, que eventualmente contribua para viabilizar sua substituição por um esquema mais sofisticado de salvaguarda de liquidez, em linha com os novos padrões internacionais.

A segunda categoria contém as áreas em que o regime reformado das economias avançadas tende a se afastar do vigente no Brasil, tornando-se mais exigente, mas em que, mesmo assim, devido à folga com que o sistema financeiro brasileiro atende aos seus requisitos regulatórios atuais, uma imitação das reformas poderia não implicar desde já em custos adicionais de observância muito significativos. Nessa categoria estão os itens 2.1 a 2.4 do apêndice 2, referentes ao desenho dos requisitos regulatórios de capital, levando-se em conta o excesso de capital com que opera o nosso sistema financeiro. Dada a tradição de coordenação internacional já estabelecida nesse campo, é razoável supor que mudanças conceituais implementadas nas economias centrais acabarão por ser adotadas também pelo Brasil. Por isso mesmo, seria importante tentar verificar com precisão, desde cedo, se as folgas existentes realmente bastariam para acomodar, sem esforço adicional, as novas exigências. Além disso, fica em aberto a questão de como os balanços do sistema financeiro evoluiriam, no futuro, caso o regime atual fosse mantido, franqueando às instituições financeiras a possibilidade de reduzir paulatinamente as folgas com que hoje atendem aos requisitos vigentes.

A terceira categoria inclui áreas onde seguir o exemplo dado pelas propostas de reforma nas economias avançadas pode implicar regulamentação mais onerosa, porém sem proporcionar, como compensação, benefícios claros em relação ao regime regulatório atualmente em vigor no país. Vemos riscos consideráveis de que esse seja o caso de restrições a derivativos de balcão (item 2.5), da regulamentação de políticas de remuneração (item 2.8), e da criação de uma entidade especializada de defesa do consumidor de serviços financeiros (item 2.9). Nesses três casos, certamente há espaço para algum aperto regulatório, mas o grande perigo é que as reformas exagerem no grau de restrição. As reformas correm o risco de descambar para o atendimento de anseios políticos naturais, por parte de investidores e contribuintes,

por regras de caráter punitivo, em reação aos abusos flagrantes que deram origem à crise recente. Diante de tais anseios, exageros no zelo reformista podem também servir de moeda de troca para viabilizar outros componentes prioritários do pacote de reformas. Também incluímos nessa categoria o risco de contaminação por uma descrença indiscriminada diante de mecanismos de auto-regulação (item 2.10), mesmo de variedades demonstradamente eficazes como várias existentes no Brasil. Um afrouxamento permanente das exigências de marcação a mercado (item 2.7) seria, no nosso entendimento, um sério retrocesso, mas cabe registrar, a esse respeito, o contra-ataque recentemente ensaiado pelo FASB – contemplando, pelo contrário, não só a restauração mas uma ampliação dessas exigências.

A quarta e última categoria inclui áreas em que as reformas tendem a afastar o novo padrão regulatório do regime vigente no Brasil, mas em que o exemplo internacional tem algum potencial para catalizar, transformações vantajosas em nosso país. Lamentavelmente, essa categoria parece muito pouco populosa diante das demais – em que se espera pouco ou nenhum efeito ou mesmo, no limite, exemplos verdadeiramente maus. Dos itens que listamos nos apêndices, o único membro mais certo dessa categoria é o 2.6 – o acesso de câmaras de compensação à janela de socorro de liquidez da autoridade monetária. Exemplos adicionais dependeriam de uma reclassificação de casos já incluídos em outras categorias. As esperanças de reclassificação incluem os potenciais casos de “ultrapassagem” mencionados entre os itens do apêndice 1 – um melhor aproveitamento do Coremec e, mais destacadamente, a inspiração para reformas dos requisitos de liquidez bancária – e a possibilidade de que algumas das reformas da terceira categoria consigam ultrapassar o complexo jogo de pressões políticas a que estão sujeitas, terminando não só com um desenho racional nas economias avançadas, mas que também não seja passível de grandes desvirtuamentos em transplantes internacionais.

### **Apêndice 1: Áreas de Convergência**

Entre os aspectos que pertenceriam ao primeiro grupo – com uma provável incorporação ao conjunto internacional de melhores práticas de elementos já presentes no arcabouço brasileiro – mencionaríamos:

**1.1. Exigência de registro e de prestação de informações por parte de gestores de recursos de terceiros.** Apesar de fundos de hedge não terem estado desta vez no epicentro da crise, a avaliação de consenso sugere que o processo de desalavancagem por parte destes entes exacerbou a correção de preços de ativos ilíquidos, ao mesmo tempo em que a falta de transparência destes veículos de investimentos contribuiu para elevar a incerteza e a instabilidade de mercados, e criou espaço para fraudes de grandes proporções como o episódio Madoff.

Neste sentido, a proposta de regulamentação para gestores de recursos de terceiros nos EUA foca sua atenção na exigência de registro e de prestação de informações. A expectativa é que os reguladores possam dessa forma acompanhar e se adaptar ao surgimento de novas entidades, veículos de investimento ou ativos que possam vir a se

tornar fonte de risco sistêmico. Além disto, espera-se que o registro e prestação de informação também ajude a prevenir fraudes e abusos, e proteger o sistema financeiro de potenciais fontes de risco sistêmico que podem, ao longo do tempo, se concentrar em entidades não sujeitas a monitoramento prudencial.

Essas mudanças no aparato regulatório para gestores de recursos no EUA o aproximariam dos padrões vigentes no Brasil. Aqui, a CVM disciplina e supervisiona o registro e prestação de informações por fundos de investimento. As regras estabelecem mandatos específicos para cada tipo de produto, demandam o registro de novos produtos, a aprovação e divulgação pública de seu regulamento e balanço mensal, entre outros aspectos. O aparato regulatório por aqui vai além, exigindo que a custódia de ativos e a administração do veículo de investimentos seja feito por entidades certificadas pelo regulador, demandando também o uso de auditores externos devidamente acreditados. O amadurecimento do mercado e o grande número de gestores independentes (não ligados a instituições financeiras) acabaram tornando prática comum a separação entre entidades gestoras, administradoras e custodiantes, todos autorizados pela CVM, reduzindo ainda mais o potencial para fraudes existente na concentração dessas atividades em um único agente.

Por outro lado, embora a informação primária esteja disponível, não há no país um monitoramento sistemático e preventivo do conjunto agregado de informações com uma preocupação sistêmica, algo que provavelmente será implementado na seqüência desta crise.

**1.2. Requisitos mínimos de capital superiores aos atualmente constantes do acordo de Basiléia.** Os reguladores brasileiros mantiveram a exigência de capital regulatório em 11%, acima portanto dos 8% estipulados pelas regras de Basiléia. Justificava-se esse maior grau de prudência pelo histórico de alta volatilidade macroeconômica e pela experiência da década de 1990 com casos de insolvência de instituições financeiras sistemicamente importantes. Na verdade, o sistema financeiro tem trabalhado com capitalização ainda superior ao exigido pela regulação prudencial. À medida que o regime de política macroeconômica vai se consolidando, e permitindo um ambiente de menor volatilidade e insegurança, isso poderia abrir caminho para que os requisitos de capital vigentes no Brasil fossem abrandados, alinhando-se ao padrão internacional.

Em resposta à crise, contudo, são os padrões globais de requisitos de capital que estão sendo elevados, movendo-se ao encontro dos brasileiros. Embora o maior rigor nos requisitos de capital seja um ponto óbvio de aproximação entre os padrões globais de regulação prudencial e o regime brasileiro, estão em discussão várias inovações nessa área, que podem resultar, pelo contrário, em dimensões de maior afastamento entre as propostas de reforma e as regras já em vigor no Brasil. Notadamente, como se verá nos itens 2.1, 2.2 e 2.3 abaixo, contemplam-se (ou já se implementam) idéias como diferenciação de requisitos de capital conforme a importância sistêmica da instituição, requisitos de capital ajustados pelo ciclo ou computados a partir de cenários de estresse, e pesos relativos diferentes entre *banking book* e *trading book* no cálculo de suas respectivas cargas de capital.

**1.3. Requisitos mínimos de liquidez concentrados nas instituições sistemicamente importantes.** Não se contempla a disseminação internacional de requisitos de liquidez tão draconianos quanto os depósitos compulsórios brasileiros, cuja motivação continua sendo mais monetária (de limitação à oferta de crédito) que prudencial. Assim como no caso brasileiro, contudo, propõe-se que os requisitos de liquidez sejam mais rigorosos no caso de instituições sistemicamente importantes. Mas tampouco essa diferenciação de tratamento é motivada, no Brasil, por considerações primordialmente prudenciais, baseadas no maior risco sistêmico que emana de bancos grandes. A maior liberalidade do tratamento dado a bancos menores (alíquotas efetivas mais baixas ou nulas para baixos volumes de depósitos, mediante deduções fixas das bases de cálculo dos compulsórios) resulta em parte da percepção de que eles merecem alguma compensação pela desvantagem competitiva diante de concorrentes maiores, e de que essa compensação – ao contrário do que ocorreria se a liberalidade se estendesse a instituições de grande porte – é permissível por ter pouco impacto agregado sobre as condições monetárias.

Do ponto de vista prudencial, a liquidez represada pelos depósitos compulsórios foi valiosa, no caso do Brasil, por garantir ao Banco Central alguma margem de manobra para prover socorro de liquidez ao sistema bancário, dadas as condições jurídicas precárias para o funcionamento de uma janela de redesconto clássica (pelo menos até a ampliação da gama de ativos redescontáveis pela MP 442, de 6/10/2008).<sup>3</sup> Na prática, contudo, os depósitos compulsórios concentrados nas instituições maiores, mediante o poder do Banco Central de arbitrar condições para sua liberação, têm sido particularmente importantes como canal *indireto* de auxílio de liquidez a instituições de menor porte. Os bancos maiores acabaram fazendo o papel de emprestador de última instância para os menores, financiando-se para tanto pela liberação – condicionada pelo Banco Central a esse repasse – de seus depósitos compulsórios. No caso do programa norte-americano de reforma regulatória, a finalidade dos requisitos de liquidez seria bem menos intrincada: visaria proteger as instituições com importância sistêmica contra apertos de liquidez que elas próprias pudessem eventualmente sofrer.

Além disso, não é sequer necessário que o regime regulatório das economias avançadas retorne a um sistema convencional de depósitos compulsórios – ou seja, exigir a manutenção de reservas mínimas em espécie ou em ativos de liquidez quase absoluta (como títulos públicos), como proporção dos depósitos. Discussões preliminares sobre mitigação de riscos de liquidez partiram, muito pelo contrário, de uma abordagem bastante indireta ao problema, contemplando a possibilidade de exigências adicionais de capital para refletir riscos desse tipo. A exigência adicional de capital, ao penalizar a tomada de riscos de liquidez, induziria a uma gestão de liquidez mais cautelosa. Além disso, o colchão adicional de capital reduziria temores de insolvência na eventualidade de, em condições adversas de mercado, o esforço para obtenção de liquidez gerar perdas significativas, facilitando inclusive, nessas circunstâncias, a própria manutenção do acesso à liquidez. Há margem para dúvidas, no entanto, sobre a eficácia desses mecanismos indiretos.

---

<sup>3</sup> Convertida na Lei 11.882, de 23/12/2008.

Caso se opte por manter algum tipo mais direto de requisito mínimo de liquidez, mesmo assim um sistema convencional de depósitos compulsórios não seria a única solução. A princípio, tanto a base de cálculo quanto o formato da exigibilidade podem ser diferentes do modelo convencional de compulsórios, em particular se considerarmos requisitos de liquidez com objetivos primordialmente prudenciais e não de política monetária. A exigibilidade poderia tomar a forma de um índice de liquidez agregado, obtido pela ponderação de coeficientes de liquidez dos diferentes classes de ativos. Na base de cálculo, outros passivos além de depósitos propriamente ditos poderiam ser incluídos, inclusive ponderados, num índice agregado, pelo risco de liquidez que cada um representa. Note-se que, para o tratamento correto dos riscos de liquidez representados pelo balanço como um todo, a construção de indicadores desse tipo já seria importante mesmo numa abordagem indireta, como a baseada em requisitos adicionais de capital. Daí à abordagem mais direta, é um passo.

Até sistemas que consagrem a necessidade de requisitos de liquidez, portanto, provavelmente guardariam pouca semelhança com o esquema brasileiro de depósitos compulsórios. Ainda assim, incluímos os requisitos de liquidez entre as áreas em que o padrão regulatório internacional se aproximará do vigente no Brasil, sob a premissa de que aliviará parcialmente a pressão pela reforma do nosso regime de compulsórios. Afinal, as reformas nessa área serão um reconhecimento dos limites a riscos de liquidez como tema legítimo de regulação. Além disso, o esquema a ser implantado nas economias avançadas pode ser bem mais refinado do que compulsórios clássicos, e constituir uma medida menos traumática para quem já os abandonou há tempos; no entanto, quem ainda trabalha com compulsórios tradicionais poderá alegar cautela para não migrar de imediato para um sistema que ainda não foi posto a prova. O impulso para adotar um novo modelo seria maior se a não-adoção mantivesse o sistema financeiro brasileiro mais exposto a riscos de liquidez, pela leniência relativa do regime regulatório nesse quesito, argumento que não se aplica – pelo menos não de forma imediata – na vigência de compulsórios elevados.

**1.4. Exigências de capitalização e boa governança estendidas ao conglomerado como um todo, e não somente às subsidiárias bancárias.** Um dos pontos frágeis identificados no auge da crise foi o fato de supervisores e reguladores de instituições bancárias não terem uma visão consolidada dos riscos incorridos por um conglomerado econômico-financeiro como um todo, incluindo aí empresas holding, empresas não financeiras coligadas e subsidiárias reguladas por outros entes reguladores. Desta forma, as exigências de capitalização e boa governança também se restringiam às instituições bancárias individualmente, mostrando-se frágeis e subdimensionadas para amortecer choques adversos ocorrendo em instituições interconectadas em um mesmo conglomerado financeiro.

Em resposta, a proposta Geithner sugere ampliar o escopo da supervisão de entidades financeiras sistemicamente importantes a todas as empresas do conglomerado financeiro, inclusive sua companhia holding e empresas não bancárias subordinadas. A elas seriam aplicadas exigências de capitalização e boa governança anteriormente demandadas pelo regulador somente para a instituição financeira em si.

Isto aproximaria o novo aparato regulatório dos EUA ao existente no Brasil, onde instituições financeiras estão obrigadas a reportar ao Banco Central demonstrações financeiras consolidadas com base no conglomerado econômico como um todo. Já os limites operacionais e de capitalização são apurados para o conglomerado financeiro de forma consolidada, incluindo subsidiárias financeiras ou não, no país ou no exterior. Ademais, toda aquisição ou alienação de participações societárias destas instituições está sujeita a comunicação à autoridade monetária. Isto permite ao regulador ter uma visão das reais demandas por capital de todo o grupo em situações de stress, possibilitando também mapear previamente elos de contágio de risco sistêmico que se alastram para instituições não financeiras coligadas, ajustando as exigências de capitalização e boa governança de acordo. No Brasil, a regulação é, na verdade, mais austera, pois ela se aplica a toda e qualquer instituição financeira, irrespectivamente de seu porte.

**1.5. Capacidade do regulador de exigir providências corretivas imediatas em caso de insuficiência de capital.** Nos EUA, constatou-se durante a crise não somente que não havia informações consolidadas sobre conglomerados financeiros mas também que faltava ao regulador a capacidade de exigir providências corretivas imediatas a todo o conglomerado em caso de insuficiência de capital, algo que a nova proposta pretende resolver, no caso de instituições sistemicamente mais importantes.

No Brasil, o aparato regulatório é bastante poderoso nesta área, existindo amparo na lei 9.447 de março de 1997, para a demanda pelo regulador de ajustes em balanços para toda e qualquer instituição financeira, mesmo as de menor porte. Mais importante, a lei dá poder ao regulador de exigir recapitalização, transferência de controle acionário ou outros tipos de reorganizações societárias em caso de insuficiência de capital, punindo com até mesmo afastamento de dirigentes e acionistas em caso de descumprimento das determinações do supervisor.

Na verdade, há um aspecto em que as reformas propostas nos EUA vão além do existente no Brasil: o foco da análise aqui é nas necessidades de capitalização de cada conglomerado individualmente, independentemente da constatação de fragilidades de natureza sistêmica. Este aspecto, no entanto, provavelmente será revisto quando de uma reavaliação do aparato brasileiro à luz dos eventos dos últimos meses no exterior.

**1.6. Regime administrativo de “resolução” de conglomerados financeiros.** Outra fragilidade identificada durante a crise financeira de 2008 foi que o regime administrativo para “resolução” de problemas em entidades bancárias nos EUA não dá autoridade à entidade reguladora para intervir em empresas holding financeiras ou em instituições financeiras não bancárias dentro de um mesmo conglomerado financeiro. Isto exigiu medidas arbitrárias como o emprego de empréstimos de emergência pelo Federal Reserve, no caso da incorporação do banco de investimentos Bear Sterns pelo JP Morgan, ou o uso excepcional de recursos e intervenção do Tesouro no caso da seguradora AIG, ou mesmo a falência pura e simples, no caso do Lehman Brothers. Em meio a uma crise financeira, estas soluções discricionárias tendem a exacerbar o risco

sistêmico e representam uma maneira ineficiente e ineficaz de contê-lo ao menor custo ao contribuinte.

Neste contexto, a proposta Geithner sugere ao Congresso estender ao Federal Reserve e à SEC os poderes hoje detidos pela FDIC, para lidar com casos excepcionais de ameaças à estabilidade financeira oriundas de companhias holding financeiras e instituições financeiras não bancárias, de maneira a criar a perspectiva de uma “resolução” ordenada para problemas de insuficiência de capital nesses tipos de instituição.

O novo regime se aproximaria do existente no Brasil, em que o Banco Central tem autoridade legal para colocar todas as instituições pertencentes a um conglomerado financeiro sob intervenção, caso haja evidências de patrimônio líquido negativo ou de gestão temerária ou fraudulenta que coloque em risco os depositantes e credores quirografários (sem garantias), promovendo a partir daí seu saneamento financeiro ou liquidação extrajudicial. Essa intervenção pode inclusive se estender à empresa holding, caso a Autoridade Reguladora entenda ser necessário.

A proposta americana, no entanto, é distinta do existente no Brasil em ao menos dois aspectos: primeiro, só poderia ser empregada em caso de ameaças sistêmicas à estabilidade financeira, caso em que necessitaria de aprovação pelo Tesouro Americano. Segundo, a proposta sugere que, em casos de situações excepcionais e ameaças à estabilidade financeira, o regulador teria flexibilidade de se distanciar do princípio de “resolução” de crises bancárias ao menor custo ao contribuinte. Isto incluiria autorização legal para a implementação de regimes de intervenção ou posse temporária pelo Tesouro (*conservatorship* ou *receivership*), ou estabilização de instituições que apresentem risco sistêmico, via empréstimos, compra de ativos, garantia de passivos ou mesmo injeção de capital.

**1.7. Consolidação do princípio de que o prestador de última instância tem preferência como regulador prudencial de instituições depositárias, pelo menos no caso daquelas que tenham importância sistêmica.** À medida que se tornou menos nítida a demarcação entre diferentes linhas de negócios na intermediação financeira, reforçou-se o argumento a favor de supervisores financeiros integrados. Ao mesmo tempo, os bancos centrais ficariam sobrecarregados se, em nome de manter sua autoridade de supervisão bancária, tomassem a si a tarefa da supervisão integrada como um todo. Essa conjunção de elementos reforçou a tese pré-existente da separação entre as autoridades monetárias e a supervisão bancária, a despeito de um crescente desencanto em relação às supostas sinergias que a supervisão integrada permitiria capturar.

Vale lembrar que em vários países, mesmo não havendo supervisão integrada, há tradicionalmente um supervisor bancário separado do banco central. O argumento clássico a favor da separação era o conflito potencial entre políticas de estabilização macroeconômica e a preservação da saúde de instituições financeiras. Contemplou-se inclusive no Brasil extrair do BCB a estrutura de supervisão financeira, no bojo de

projetos de autonomia do banco central que tramitaram, sem sucesso, no Congresso Nacional.

Os eventos recentes, no entanto, tornaram a ressaltar o valor da integração entre o supervisor de instituições depositárias (em sentido amplo) e o prestador de última instância, e o plano de reforma regulatória norte-americano consagra esse princípio ao eleger o Federal Reserve como regulador preferencial para instituições sistemicamente importantes. Se implementado, esse princípio tende a facilitar a manutenção pelo BCB de suas atuais atribuições de normatização e fiscalização do sistema financeiro.

**1.8. Prestador de última instância requer beneplácito da autoridade fiscal para comprometer recursos públicos em operações de socorro de liquidez.** O programa de reforma apresentado pelo Tesouro norte-americano transforma em regra um princípio que já foi praticado na crise recente: que o Federal Reserve, para conceder empréstimos de liquidez não-rotineiros (sob a justificativa legal de “special and exigent circumstances”), precise solicitar o beneplácito da autoridade fiscal. O princípio é saudável na medida em que recursos públicos serão comprometidos – ou ao menos colocados em risco – nessas operações.

O mesmo princípio – vedar ao banco central a autonomia para comprometer recursos fiscais em operações de socorro de liquidez – esteve em vigor no Brasil, mas em uma versão bem mais extremada. Até recentemente, mesmo operações clássicas de redesconto estavam sujeitas a questionamento legal, que se constituíam num óbice severo a qualquer socorro de liquidez que não tivesse como garantia títulos públicos federais. A edição da MP 442 (de 6/10/2008) visou justamente a relaxar essa restrição, abrindo caminho para o redesconto pelo Banco Central de outros tipos de carteiras. Mas a exigência do beneplácito da autoridade fiscal foi mantida já que caberá ao CMN, e não ao Banco Central isoladamente, estabelecer critérios específicos para o redesconto.

Note-se que, pelo menos na forma, essa exigência continua mais abrangente do que no projeto de reforma norte-americano, pois se aplica até a operações de redesconto que normalmente se classificariam como rotineiras. No entanto, é possível argumentar que, no Brasil, o recurso à janela de redesconto, embora “clássico” quanto ao formato da transação e ao tipo de cliente, será tão “extraordinário” em termos de perfil de riscos quanto as operações para as quais se propõe, nos Estados Unidos, passar a exigir a aprovação prévia do Tesouro.

Por outro lado, o Brasil foi mais além, utilizando-se de aparato governamental distinto no emprego de recursos públicos para socorrer instituições em dificuldades: a utilização de bancos públicos federais, que recentemente obtiveram autorização legal para adquirir ativos de instituições problemáticas ou mesmo participação acionária em circunstâncias excepcionais. Ainda que o mecanismo adotado pelo Brasil dê maior flexibilidade na resposta à crise, é um mecanismo inferior em termos de transparência e *accountability* no uso do dinheiro público, além de abrir caminho para uma expansão oportunista da participação do Estado na intermediação financeira.

1.9. **A autoridade monetária é a entidade supervisora do sistema de pagamentos e de câmaras de compensação e liquidação e contrapartes centrais sistemicamente importantes.** Entre outros aspectos críticos, o estresse financeiro de 2008 realçou como um determinante-chave do risco operacional existente na interconexão entre instituições financeiras o grau de solidez da infra-estrutura para compensação e liquidação de pagamentos e de transações entre bancos e outras instituições, financeiras ou não. A perspectiva de falhas na compensação ou liquidação tempestiva de operações como derivativos de crédito, acordos de recompra ou outros instrumentos transacionados em balcão entre duas instituições ameaçaram, nos EUA, transformar-se rapidamente em uma importante fonte de contágio financeiro para um número grande de outras firmas e mercados.

A maior dificuldade de fortalecer esta infra-estrutura é que avanços nesta área requerem ação coletiva entre participantes de mercado, o que contrasta no caso dos EUA com a falta e fragmentação de autoridade legal a nível federal para liderar o processo. A solução desenhada pela proposta Geithner foi propor legislação dando ao FED mandato claro e abrangente para supervisionar e estabelecer padrões para a gestão de risco para arranjos e transações de pagamentos, e sistemas de compensação e liquidação considerados sistemicamente importantes.

Como, no Brasil, as implicações da potencial fragilidade destes arranjos de infra-estrutura de pagamentos já fora realçada pelas quebras bancárias da segunda metade dos anos 90, e principalmente pela crise que se seguiu à desvalorização do real em 1999, legislação similar já fora proposta e colocada em prática, com a Lei 10.214 de 2001. Esta dá ao Banco Central do Brasil autoridade legal para regular e supervisionar a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do Sistema de Pagamentos Brasileiro, em questões associadas à gestão de risco. Através da autoridade delegada por essa lei, o Banco Central estabelece normas e regras prudenciais para tais arranjos, assim como promove monitoramento regular de sua gestão de risco e demanda ações corretivas do sistema.

Um aspecto da lei brasileira que não parece estar contemplado no esboço de reforma americana é o que requer das entidades prestadoras destes serviços de compensação e liquidação a constituição de patrimônio especial segregado, para garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando. Além disto, a lei brasileira determina que os bens e direitos integrantes do patrimônio especial, bem como aqueles oferecidos em garantia pelos participantes, são impenhoráveis, e não poderão ser objeto de arresto, seqüestro, busca e apreensão ou outros atos de constrição judicial. Estes ingredientes são cruciais para assegurar a certeza da liquidação das obrigações assumidas, mesmo em caso de insolvência, intervenção ou falência do prestador de serviço ou qualquer uma das contrapartes. Este aspecto, junto com a modernização do sistema brasileiro de pagamentos implementada no início da década, deu robustez à infraestrutura de pagamentos, compensação e liquidação brasileira, permitindo ao país evitar o contágio financeiro resultado da interconexão entre instituições financeiras mais frágeis – mesmo diante de episódios de estresse ocorridos na seqüência da intervenção no Banco Santos, em 2004, ou, no segundo semestre de 2008, durante a volatilidade e

administração dos impactos gerados por uma exposição excessiva a derivativos cambiais de empresas não financeiras. Neste sentido, a proposta americana reforça a linha do que vem sendo feito no Brasil, mas, como veremos adiante, pode até ir além em dimensões importantes..

**1.10. Instituição de um conselho “coordenador” composto pelas várias entidades reguladoras.** No nosso caso, esse papel é desempenhado pelo Coremec (Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização), composto por BCB, CVM, Susep e Secretaria de Previdência Complementar (SPC). O Coremec, entretanto, parece mais voltado para garantir a compatibilidade da atuação supervisora e reguladora, sobretudo para evitar inconsistências no tratamento de diferentes linhas de negócios de um mesmo conglomerado financeiro. No caso do Coremec, não se trata ainda de promover a colaboração interdisciplinar com a finalidade de facilitar a detecção de problemas sistêmicos, como parece ser parte da motivação nos EUA, e essa constatação deixa aberta uma possibilidade de “ultrapassagem” por parte do sistema reformado norte-americano e de influência benéfica sobre o arcabouço brasileiro.

**1.11. Harmonização entre regulação de mercado de capitais (SEC) e de futuros (CFTC).** No *blueprint* original do secretário Paulson, estava prevista a fusão entre SEC e CFTC, criando-se com isso um regulador único no que diz respeito à disciplina de mercados. Esse é justamente o modelo adotado no Brasil, com a CVM encarregada de regulação disciplinar nos mercados de capitais e de futuros e derivativos. O programa de reforma proposto pelo novo governo norte-americano é mais tímido nesse aspecto, trocando a fusão entre SEC e CFTC por uma proposta de harmonização de critérios, reconhecendo a potencial equivalência econômica entre instrumentos pertencentes à jurisdição de cada um desses dois reguladores. Mesmo assim, seria um passo – embora apenas parcial – no sentido da aproximação com a estrutura vigente no Brasil.

## **Apêndice 2: Áreas de Divergência**

Já entre as áreas em que se prenuncia um maior afastamento do padrão internacional de melhores práticas em relação ao regime regulatório já em vigor no Brasil, incluiríamos:

**2.1. Tratamento mais rigoroso de instituições sistemicamente importantes no tocante a requisitos de capital.** No caso brasileiro, os requisitos de capital são definidos pelo mesmo critério para todas as instituições bancárias. A Suíça foi pioneira na diferenciação, trazendo os requisitos impostos às instituições sistêmicas para 12% a 16%. O Reino Unido também pretende adotar o princípio da diferenciação, com requisitos mais rigorosos para instituições de importância sistêmica.

A mera elevação dos requisitos de capital é, conforme descrito acima, um elemento de aproximação com as características vigentes do nosso arcabouço regulatório, mas a aplicação diferenciada entre as instituições sistemicamente importantes e as demais é um elemento potencial de afastamento. Consolidando-se um caso a favor da

diferenciação, isto poderia motivar, no Brasil, uma demanda por afrouxamento dos critérios aplicáveis a instituições que não estão entre as mais importantes do ponto de vista sistêmico. Em tese, o Brasil poderia instituir a mesma diferenciação mediante aumento dos requisitos aplicáveis a instituições sistemicamente importantes. No entanto, o principal argumento a favor de manter requisitos de capital mais elevados no Brasil do que em economias avançadas, baseado na percepção de riscos macroeconômicos maiores, ficou enfraquecido com a crise recente. Portanto, nos parece mais natural que qualquer pressão em prol da convergência regulatória se manifeste no sentido oposto, mediante redução de requisitos para instituições menores.

**2.2. Requisitos de capital ajustados pelo ciclo ou em cenários de estresse.** Um princípio norteador de parte das propostas de elevação de requisitos de capital, em relação aos atualmente vigentes, é que as instituições continuem a dispor de capital minimamente satisfatório mesmo diante de cenários bastante adversos. Por isso mesmo se propõe que cenários de estresse passem a nortear o cálculo do capital requerido.

Uma questão subsidiária é em que medida os requisitos de capital elevados dessa maneira deveriam ser temporariamente abrandados na eventualidade de cenários de estresse realmente se materializarem. Isso transformaria os requisitos adicionais de capital em um verdadeiro colchão para momentos particularmente ruins no curso normal da vida das instituições, e não somente *in extremis*, diante da perspectiva de liquidação. Essa discussão, por sua vez, está associada à idéia de requisitos de capital ajustados pelo ciclo (com efeitos semelhantes ao sistema de provisões dinâmicas adotado pela Espanha), que é uma variante da mesma lógica, aplicada porém a flutuações corriqueiras e não apenas a eventos de baixa frequência.

No caso do Brasil, nenhum desses mecanismos está em vigor, e poderiam surgir demandas de alinhamento caso fossem incorporados ao conjunto internacional de melhores práticas. Do ponto de vista prático, o efeito imediato pode não ser tão significativo dado que o sistema financeiro brasileiro tem trabalhado com capital regulatório bastante superior ao limite mínimo. Esse excesso de capital regulatório permitiria, a princípio, que o sistema de comportasse como se os verdadeiros requisitos de capital fossem, em tempos normais, bem maiores do que os atualmente exigidos, e que tivessem algum espaço para cair diante de cenários de estresse ou ao sabor do ciclo econômico.

**2.3. Aumento da penalização relativa do *trading book* em relação ao *banking book*.** Já estão em discussão, há algum tempo, ajustes nos requisitos de capital aplicados ao *trading book* de instituições depositárias. Parte-se da constatação de que, além dos riscos de mercado tradicionalmente levados em conta no cálculo das cargas de capital, os *trading books* estão ainda expostos a riscos de crédito. Mesmo não se chegando a um *default* propriamente dito, esses ativos podem sofrer súbitas reprecificações em decorrência de mudanças de classificação de risco de crédito. Modificações no sentido de refletir esses riscos adicionais estão sendo encaminhadas pelo Comitê de Basiléia.

No entanto, propostas recentes de reforma regulatória, tanto no caso dos EUA quanto do Reino Unido, parecem pretender ir além das providências já encaminhadas – cuja lógica norteadora era aplicar aos *trading books* critérios para riscos de crédito em linha com os já aplicados aos *banking books* – e sinalizam com uma penalização potencialmente ainda maior para os *trading books*. Fala-se em elevar a carga de capital requerida por essas posições em “várias vezes”, sem restringir o argumento à incorporação do risco de crédito e sem mencionar que o problema já esteja sendo tratado a contento no contexto do Comitê de Basileia. A motivação parece ser a de recriar, de maneira mais indireta e flexível, uma separação de funções ao estilo da Lei Glass-Steagall. Em vez de simplesmente proibir que instituições depositárias tenham atividades proprietárias de natureza “especulativa”, a idéia seria desencorajar seu envolvimento nesse tipo de atividade por meio de cargas de capital em nível punitivo.

**2.4. Limites a graus de alavancagem.** Evidentemente, os requisitos de capital já desempenham o papel de impor limites regulatórios ao grau de alavancagem das instituições depositárias. No entanto, esses limites são baseados na ponderação dos ativos pelos riscos respectivamente atribuídos, e alguma propostas de reforma caminham na direção de instituir, adicionalmente, limites máximos à alavancagem que não transitem por esse tipo de ponderação. Os reguladores suíços já criaram um limite assim – exigindo que o capital nível 1 cubra 4% dos ativos (excluindo empréstimos na Suíça e intangíveis). O relatório Turner, que deu partida à agenda de reforma no Reino Unido, propõe limites do mesmo tipo, e não é surpresa que a British Banking Association tenha reagido com pouquíssimo entusiasmo a esse elemento do relatório. O *white paper* do Tesouro norte-americano é mais cauteloso, mas propõe que se reconheça (p. 28) “a importância de medidas mais simples e transparentes de alavancagem (...) para complementar as medidas de capital baseadas no risco.”

No caso brasileiro, a regulação não estabelece limites de alavancagem “duros”. No entanto, assim como no caso dos requisitos de capital ponderados pelo risco dos ativos, a folga de capital com que trabalha o sistema financeiro brasileiro pode limitar os efeitos práticos imediatos de um mero transplante, para o Brasil, de critérios e limites plausíveis para adoção em economias avançadas.

**2.5. Regulação do mercado de balcão de derivativos.** A idéia é exigir a negociação e liquidação centralizada de derivativos financeiros padronizados, e promover a padronização inclusive mediante exigências de informação e requisitos de capital mais rigorosos para instrumentos não padronizados. No Brasil, já havia o registro centralizado de operações com derivativos financeiros negociados em mercados de balcão, mas mesmo assim problemas de informação e controle por parte dos entes reguladores ficaram evidenciados no episódio recente de exposições corporativas exageradas a derivativos cambiais. Providências já foram tomadas no sentido de viabilizar o acompanhamento das posições consolidadas de cada contraparte nesse tipo de instrumento.

Ainda que as reformas nos EUA estejam se aproximando ao existente no Brasil no que tange ao registro centralizado de operações de balcão, a ênfase na promoção da

padronização de contratos e na penalização – talvez ao ponto da inviabilização de fato – de contratos não-padronizados afastarão o regime regulatório do vigente no Brasil até agora. Por isso, incluímos este item entre as áreas em que poderá haver afastamento e não aproximação entre o regime regulatório das economias centrais e o brasileiro – seria um caso de “ultrapassagem”, na terminologia que utilizamos acima. Como contratos não-padronizados têm uma função econômica ao permitir administrar riscos específicos a cada agente, restrições draconianas a esses contratos provavelmente resultariam em arbitragem regulatória, com transações migrando para jurisdições mais benevolentes. Isso teria consequências deletérias para a disponibilidade de informações e para o monitoramento dos riscos de fato corridos pelas contrapartes individuais. Embora os mercados de *Credit Default Swaps* tenham sido até agora os alvos preferenciais das propostas de reforma de mercados de derivativos, os princípios cuja adoção está sendo promovida são genérico o suficiente para atingir todo e qualquer derivativo de balcão.

**2.6. Acesso de câmaras de compensação e liquidação e contrapartes centrais sistemicamente importantes à janela de redesconto da Autoridade Monetária.** Ainda a respeito de questões associadas à infraestrutura financeira, a proposta Geithner avança em relação ao existente no Brasil em um outro aspecto crítico: permite o acesso de câmaras de compensação e liquidação e contrapartes centrais sistemicamente importantes à conta reserva bancária do Fed e principalmente, à janela de redesconto da autoridade monetária.

Qual é a questão? O funcionamento fluido do sistema de pagamentos depende do respeito à grade de horários limites para compensação multilateral e liquidação tempestiva de transações financeiras. Diante do eventual inadimplemento de um participante, o prestador do serviço de compensação executa as garantias, mas tem de ter tempo hábil para transformar margens e outros ativos em liquidez necessária. Usualmente, estes prestadores de serviço gerem sua liquidez através de linhas de crédito contingenciais contratadas junto a instituições bancárias para este fim. É possível, no entanto, que, diante de situações críticas, em particular envolvendo participantes de grande porte, o banco contratado se veja incapacitado ou não queira honrar o contrato e prover a liquidez necessária para completar o processo de compensação ou liquidação multilateral em tempo hábil. Assim, nestas situações, é crucial que câmaras de compensação e liquidação e contrapartes centrais sistemicamente importantes tenham acesso ao emprestador de última instância, de maneira a minorar a chance de ampliação do contágio financeiro pela falha na conclusão do processo.

No Brasil, o aparato legal em vigor cria impedimentos a que um sistema semelhante funcione sem percalços. A Lei 4.595, de 1964, que rege o sistema financeiro brasileiro, autoriza somente a instituições financeiras bancárias o acesso à janela de redesconto do Banco Central, deixando de fora instituições financeiras não-bancárias mesmo que sejam sistemicamente importantes. Permanece, portanto, a vulnerabilidade associada à potencial falha de participante de grande porte. O problema foi parcialmente contornado aqui através da criação de um banco comercial com atribuições específicas dentro do conglomerado financeiro controlador de câmaras sistemicamente

importantes, como é o caso da BM&FBOVESPA e de seu Banco BM&F. Este, sendo instituição bancária, tem acesso ao redesconto, o que, em princípio, minimizaria a ocorrência de problemas na liquidação. Mas esta parece ser uma maneira oblíqua e custosa de lidar com a questão, em particular para câmaras importantes de menor porte. Para o Brasil, portanto, seria vantajoso aproveitar a oportunidade para seguir o que está sendo discutido a este aspecto pela proposta Geithner.

**2.7. Regras de marcação a mercado.** O Brasil adotou em 2002 regras de marcação a mercado para instrumentos financeiros, seguindo o que então se encarava como as melhores práticas globais. Essencialmente, os instrumentos financeiros são classificados em três categorias: para negociação, disponível para venda, e para manutenção em carteira até o vencimento. Enquanto os dois primeiros são marcados a mercado, sendo diferenciados por afetarem ou não o resultado da instituição bancária, os instrumentos na terceira categoria são marcados pró-rata pela curva do papel ao longo do tempo.

Ainda que este modelo privilegie a transparência, seus pontos fracos foram exacerbados pela crise, como sua prociclicidade e a dificuldade de precificar ativos ilíquidos, em particular no que tange a fragilidades do chamado “mark to model”. Enquanto novas normas e “melhores práticas” a respeito estão sendo discutidas neste momento pelo International Accounting Standard Board (IASB), e que deverão influenciar eventuais alterações no modelo brasileiro, a decisão do Financial Accounting Standard Board (FASB) americano de puramente suspender por tempo indeterminado a aplicação da regra de marcação a mercado sugere um perigoso precedente sobre a direção em que poderá evoluir a regulamentação americana a respeito do assunto. Neste sentido, não é claro se haverá ganhos ou perdas de transparência entre aquilo que temos hoje no Brasil, comparado com o novo modelo a ser recomendado pelo IASB e o eventualmente adotado pelo FASB.

**2.8. Incorporação das políticas de remuneração ao arcabouço regulatório.** Não havendo no Brasil regulamentação a respeito da remuneração de executivos de instituições financeiras, sua inclusão no desenho final das reformas em curso em economias avançadas implicaria um óbvio afastamento em relação ao regime regulatório brasileiro. As conseqüências desse afastamento dependerão do formato que a nova regulamentação vier a tomar. Caso venha a estipular critérios básicos de adequação de incentivos, promovendo um maior alinhamento entre os interesses de gestores e de acionistas, o impulso para a imitação pode ser positivo. Uma dificuldade potencial, mesmo nesse caso em que alguma imitação seria positiva, será a conciliação entre os modelos já aventados de distribuição diferida e contingente de participações nos lucros com a legislação trabalhista brasileira.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> O *white paper* do Tesouro norte-americano enfatiza a necessidade de diferir e tornar contingente a remuneração de agentes envolvidos na originação de empréstimos, alinhando o cronograma de pagamento de comissões ao fluxo de receitas das próprias operações de empréstimo. O modelo foi comparado ao pagamento de direitos autorais, e essa analogia revela que, a despeito de possíveis complicações operacionais, se trata de um esquema conceitualmente simples. A complexidade aumenta quando se trata de vincular remunerações não ao desempenho final de operações longas, mas ao desempenho médio, durante intervalos mais longos, de operações recorrentes de prazo curto. Nesse

Por outro lado, as reformas podem vir a criar regras arbitrárias – por exemplo, tetos de remuneração – capazes de engessar a gestão de recursos humanos das instituições financeiras. Nesse caso, seria um mau exemplo a imitar, mas o impulso à imitação de regras desse segundo tipo deveria ser mais baixo no Brasil. Elas têm, acima de tudo, uma motivação punitiva, em resposta às perdas sofridas por acionistas ou clientes de instituições financeiras, e principalmente às absorvidas pelo contribuinte – tanto que encontraram maior respaldo justamente quando aplicadas a instituições que estivessem recorrendo a apoio governamental. As circunstâncias radicalmente distintas do sistema financeiro brasileiro reduzem o incentivo à imitação, mas não eliminam todo o risco de ativismo contra remunerações julgadas exorbitantes.

**2.9. Instituição separada de defesa do consumidor de serviços financeiros.** Hoje, a defesa do consumidor de serviços financeiros no Brasil está primordialmente afeita aos reguladores do sistema, que exigem das entidades reguladas a criação de estruturas de atendimento ao consumidor, mantêm serviços de ouvidoria, estabelecem de critérios de adequação de serviços financeiros ao perfil dos clientes (*suitability*), e também divulgam comparativos entre instituições segundo as tarifas cobradas dos clientes, as taxas de juros sobre operações de crédito e a incidência de reclamações.

Entre as propostas de reforma em discussão nos EUA, está a criação de uma agência especializada na proteção ao consumidor de serviços financeiros, separada tanto dos reguladores prudenciais e disciplinares do sistema financeiro quanto da estrutura genérica de defesa do consumidor de bens e de outros serviços. Mais do que a estrutura institucional proposta, é relevante notar a motivação por trás dessa iniciativa, que legitima explicitamente a noção de que os reguladores prudenciais e disciplinares estão de alguma forma “capturados” por uma ótica que privilegia a preservação das instituições financeiras, e por isso são incapazes de defender com o devido empenho os interesses do consumidor.<sup>5</sup> Além disso, a proposta é de que o órgão federal de defesa do consumidor de serviços financeiros sirva apenas para estabelecer um mínimo denominador comum em termos de proteção, ficando facultado aos estados federados estabelecer normas ainda mais restritivas.

Transposta para o Brasil, as idéias de captura e sedentarismo dos reguladores prudenciais e disciplinares pode dar respaldo, desde logo, a uma maior ascendência dos mecanismos genéricos de defesa do consumidor sobre o sistema financeiro. Também pode abrir caminho para maior interferência de entes subnacionais, já visível em assuntos como o tempo de espera em fila nas agências bancárias (objeto de lei municipal em São Paulo e estadual no Rio de Janeiro). No limite, pode inspirar a criação de um órgão especializado de defesa do consumidor financeiro, nos moldes do que se pretende fazer nos EUA.

---

caso, a identificação individual de méritos e responsabilidades é mais difícil e se cria uma confusão entre o objetivo de alinhar interesses de acionistas e gestores e o objetivo de retenção de pessoal.

<sup>5</sup> Segundo o white paper do Tesouro dos EUA (p. 56): “... the systems, expertise, and culture necessary for the federal banking agencies to perform their core missions and functions are not conducive to sustaining over the long term a federal consumer protection program that is vigorous, balanced, and creative. These agencies are designed, and their professional staff is trained, to see the world through the lenses of institutions and markets, not consumers.”

Quando se atribui a outras entidades (que não os reguladores financeiros clássicos) a defesa do consumidor de serviços financeiros, suas iniciativas podem facilmente conflitar com os objetivos de eficiência e higidez. O problema não é insolúvel, e na verdade se assemelha à sobreposição jurisdicional entre o Banco Central e os órgãos de defesa da concorrência. Mas os órgãos de proteção ao consumidor estão naturalmente menos imbuídos dos princípios de eficiência econômica do que os órgãos de defesa da concorrência, tornando-se portanto mais propensos a conflitos com o regulador prudencial. A proposta norte-americana na verdade amplia as áreas de atrito, contemplando por exemplo que o órgão de defesa do consumidor tenha ingerência até sobre certos aspectos das regras de remuneração de executivos do setor financeiro.

**2.10. Enfraquecimento do conceito de auto-regulação.** Apesar de vantagens conceituais de um modelo de regulação financeira baseado na auto-regulação e na cooperação entre reguladores e regulados, o abuso flagrante da liberdade concedida pelo regulador nas economias avançadas enfraqueceu o conceito, tornando auto-regulação sinônimo de não-regulação. Isto incitou, compreensivelmente, uma forte reação crítica da sociedade, expressa via demanda generalizada por maiores restrições à atuação de instituições financeiras, algo presente no espírito do *white paper* do Tesouro norte-americano e, principalmente, nas propostas originadas no continente europeu.

O alastramento inevitável desta tendência pode implicar importante retrocesso no Brasil, onde as atividades de auto-regulação têm contribuído de maneira relevante para a maior eficiência e segurança das atividades de intermediação financeira, em particular no mercado de capitais. Aqui, auto-regulação tem sido sinônimo de busca de melhores práticas, com o estabelecimento de códigos operacionais mínimos, de transparência e de ética, assim como programas de qualificação de intermediários financeiros e atividades de certificação de profissionais para a área. Estes programas têm sido conduzidos e patrocinados por entidades de classe como a ANBID ou a ANDIMA, ou por participantes do próprio mercado, como a BM&FBovespa ou a CETIP. Houve também um produtivo trabalho de cooperação com o regulador, agilizando a identificação e punição pelo próprio mercado de desvios de conduta, mediante montagem de estruturas de monitoramento de mercados nas bolsas, supervisão de atividades e mecanismos de ressarcimento a investidores prejudicados. Essas atividades, em conjunto com as exigências de registro e prestação de informações por gestores de recursos de terceiros (discutidas no item 1.1 acima), dão embasamento à percepção de que é baixa probabilidade de ocorrência no país de fraudes como o episódio Madoff.

## **A Responsabilidade Ilimitada em Instituições Financeiras no Brasil: Antecedentes, Experiência e Considerações**

Gustavo H. B. Franco  
Luiz Alberto C. Rosman

### **1. Introdução**

O desenrolar da crise bancária, e os debates sobre falhas e inovações no terreno regulatório em particular, fez crescer o interesse na legislação brasileira que dá instrumentos ao Banco Central para tratar de bancos com problemas. Trata-se especificamente da Lei 6.024/74, que dispõe sobre intervenção e liquidação extrajudicial de instituição financeira, do Decreto lei 2.321/87 e da Lei 9.447/97, que estendeu o alcance da indisponibilidade de bens pessoais de administradores, prevista nos casos de intervenção e liquidação, aos controladores<sup>1</sup>, dentre outras providências. Essas leis possuem ao menos duas singularidades de interesse para o debate em vigor sobre reforma regulatória nos EUA: (i) interferem *ex-ante* nos incentivos a correr risco por parte de diretores estatutários, membros de conselhos de administração e do grupo de acionistas controladores, pois todos teriam, potencialmente, responsabilidade ilimitada, ainda que com mecanismos mitigadores, por prejuízos causados a terceiros; e (ii) *ex post facto*, proporcionam à figura do interventor, ou liquidante, poderes para vender ativos e negociar passivos de tal sorte a “resolver” a instituição problemática e “removê-la” do fluxo normal de atividades do sistema bancário.

A crítica mais comum à Lei 6.024/74 tem a ver com a celeridade e eficiência dos processos de liquidação, que se arrastam por muitos anos. Porém, a experiência recente com as operações ao amparo do PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), instituído pelo Conselho Monetário Nacional “com vistas a assegurar liquidez e solvência ao referido Sistema e a resguardar os interesses de depositantes e investidores” ( Lei 9.710/98, art. 1), relativizou estas preocupações, pois os benefícios decorrentes da possibilidade de engendrar a cisão entre o “banco ruim”, ou o “*legacy bank*”, para usar a linguagem da discussão americana, e “banco bom” – que permanece em funcionamento, com outra bandeira, outra gestão e outros controladores, assim salvaguardando depositantes e investidores – parecem superar fartamente os custos decorrentes da demora na solução para o “banco ruim”.

A crítica à Lei 6.024/74 no tocante aos poderes que confere ao Banco Central para tornar indisponíveis os bens de administradores e controladores e, portanto, para estender a responsabilidade destes, em tese, sem limitação, tem uma natureza mais conceitual, e vem perpassando as diversas inflexões da legislação brasileira e sua aplicação ao longo do tempo. Trata-se aqui de relativizar o princípio da

---

<sup>1</sup> Relativamente a auditores a mudança foi apenas torná-los responsáveis perante o Banco Central por atos e omissões no desempenho da atividade de auditoria de instituições financeiras – art. 14 que dá nova redação ao art. 26, § 3º da Lei 6.385/76.

responsabilidade limitada que está na base da constituição das sociedades anônimas, aqui e no exterior, e que constitui, de forma mais geral, um dos pilares básicos para a atividade empresarial. Não deve haver dúvida que o enfraquecimento deste princípio pode encerrar muitos riscos, de tal sorte que deve haver muita segurança e cautela quanto à definição e natureza dos casos especiais.

Em termos mais práticos, por ocasião do PROER, e das trocas de informações que o programa provocou com outros reguladores mundo afora, vale registrar a surpresa desses interlocutores estrangeiros com o dispositivo da Lei 6.024/74 referente à indisponibilidade de bens. “Como vocês conseguem candidatos a diretores estatutários de bancos nessas condições?” era uma pergunta comum, que os interlocutores brasileiros, com o tempo, passaram a devolver nos seguintes termos: “Então ninguém seria dirigente de instituições financeiras no hemisfério Norte se o sistema fosse o da Lei 6.024/74?”

O fato é que a perplexidade estrangeira, inofensiva quando distante, e tendente a classificar nossas práticas como exóticas, transformou-se em genuíno interesse sobre o funcionamento do nosso sistema. Mais que isso, está sobre a mesa a tese segundo a qual a ausência de um mecanismo desse tipo na legislação americana teria sido uma das causas da crise, na medida em que não ofereceu obstáculos a uma elevação imprudente na propensão a correr riscos. No que se segue, discutimos a evolução e a mecânica dos dispositivos da Lei brasileira referente à responsabilidade de administradores e controladores em casos de instituições financeiras em regimes especiais, a evolução da doutrina e da jurisprudência sobre o assunto ao longo do tempo, e os custos e benefícios do atual estado das artes.

## 2. Antecedentes e Aspectos Conceituais da Lei 6.024/74

Nos primeiros tempos da vigência dessa lei, todavia, a SUMOC adotou interpretações que retrocediam à noção de responsabilidade “solidária” tanto mais irrestrita quanto possível, inclusive entre todos os diretores – e não apenas entre os que “tivessem procedido com dolo ou culpa” – e também nas obrigações de indenizar. Nos primeiros tempos da vigência dessa lei, todavia, a SUMOC adotou interpretações que retrocediam à noção de responsabilidade “solidária” tanto mais irrestrita quanto possível, inclusive entre todos os diretores – e não apenas entre os que “tivessem procedido com dolo ou culpa” – e também nas obrigações de indenizar prejuízos nascidos de atos ilícitos praticados por qualquer um deles. Em essência, a SUMOC entendia que *a responsabilidade era “objetiva”, e não “subjéctiva”, ou seja, independia da imputabilidade dos prejuízos a cada diretor, mediante apuração de nexos de causalidade entre atos de cada um e os prejuízos verificados*. A improcedência dessas teses, reiteradamente apontada pela doutrina, acabou confirmada por acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, de 1956. Porém, logo a seguir, o artigo 42 da Lei 4.595, de 31.12.64, que regulou o Sistema Financeiro Nacional, deu nova redação ao artigo 2º da Lei 1.808/53 para dele retirar a referência a culpa ou dolo.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> "Art. 2º - Os diretores e gerentes das instituições financeiras respondem solidariamente pelas obrigações assumidas pelas mesmas durante a sua gestão até que elas se cumpram.

Menos de 2 anos depois, em nova reviravolta, o Decreto 48, de 18.11.66, regulou novamente a intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras e confirmou o caráter subjetivo (em decorrência de atos ou omissões) da responsabilidade dos administradores.<sup>3</sup>

A Lei 6.024, de 13.03.74, consolidou o regime de intervenção e liquidação extrajudicial das instituições financeiras repetindo, nos artigos 39 e 40, com pequenas modificações de redação, os dispositivos da legislação anterior sobre responsabilidade dos administradores.<sup>4</sup> As normas legais especiais que regulavam a responsabilidade dos administradores de instituições financeiras *continuaram, portanto, a não conter preceito dispondo que essa responsabilidade era objetiva -- independentemente de culpa ou dolo de cada administrador -- o que era indispensável para que não fossem aplicáveis aos administradores das instituições financeiras as normas gerais do Código Civil sobre responsabilidade civil.* Não obstante, o Banco Central e as Comissões de Inquérito por ele instituídas continuaram a aplicar a legislação, em caso de intervenção ou liquidação extrajudicial, *como se a responsabilidade dos administradores fosse objetiva e solidária:* limitavam-se a identificar as operações ativas do banco que deram origem ao prejuízo que o levava à situação de insolvência, dividir a gestão do Banco em períodos segundo a composição de administradores e atribuíam a cada grupo de administradores a responsabilidade pelas operações contratadas em cada período de gestão, sem identificar quais os que eram pessoalmente responsáveis por cada operação.

Somente o Decreto-lei 2.321/87, que, 5 anos depois, instituiu o regime de administração especial temporário de instituições financeiras, o popular "RAET", estipulou para os *controladores* dessas instituições a responsabilidade independente de culpa ou dolo.<sup>5</sup> A Lei 9.447, de 14.03.97, estendeu essa definição de

---

Par. único. Havendo prejuízos a responsabilidade solidária se circunscreverá ao respectivo montante."

<sup>3</sup> "Art. 1º - A intervenção e a liquidação judicial determinam a perda de mandato dos administradores e dos membros do Conselho Fiscal da entidade, os quais responderão, em qualquer tempo, pelos atos que tiverem praticado ou omissões em que tiverem incorrido."

<sup>4</sup> "Art. 39 - Os administradores e membros do Conselho Fiscal de instituições financeiras responderão, a qualquer tempo, salvo prescrição extintiva, pelos atos que tiverem praticado ou omissões em que houverem incorrido."

Art. 40 - Os administradores de instituições financeiras respondem solidariamente pelas obrigações por elas assumidas durante sua gestão, até que se cumpram."

Par. único. A responsabilidade solidária se circunscreverá ao montante dos prejuízos causados."

<sup>5</sup> "Art. 15 - Decretado o regime de administração especial temporário, respondem solidariamente com os ex-administradores da instituição pelas obrigações por esta assumidas, as pessoas naturais ou jurídicas que com ela mantenham vínculo de controle, independentemente da apuração de dolo ou culpa."

§ 1º - Há vínculo de controle quando, alternativa ou cumulativamente, a instituição e as pessoas jurídicas mencionadas neste artigo estão sob controle comum; quando sejam, entre si, controladores e controladas, ou quando qualquer delas, diretamente ou através de sociedades por ela controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da instituição."

§ 2º - A responsabilidade solidária decorrente do vínculo de controle se circunscreve ao montante do passivo a descoberto da instituição, apurado em balanço que terá por data-base o dia da decretação do regime de que trata esse decreto-lei."

responsabilidade aos *controladores* das instituições submetidas aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial.<sup>6</sup>

A tese da responsabilidade objetiva – adotada pelo Banco Central e parte da doutrina – pode encontrar apoio em considerações práticas (dificuldade de apurar dolo) e também no que produz em matéria de incentivos ao conservadorismo, sendo este, na verdade, o aspecto mais discutido nos últimos tempos. É claro que há desproporção entre a dimensão do patrimônio pessoal de administradores e a típica dimensão dos prejuízos deixados por instituições financeiras no caso de “insucesso empresarial”. Este pode não ser o caso de controladores, sendo certo que, desde há muito, a Autoridade Monetária exige que controladores de instituições financeiras tenham patrimônio num múltiplo do capital integralizado na instituição. Vale aqui, todavia, não propriamente a “capacidade econômica” de indenizar prejuízos, mas os incentivos que a regra produz no seio da governança da instituição, notadamente no tocante a risco.

O efetivo alcance da responsabilidade dos administradores fixado em nossa legislação tem sido objeto de intensos debates doutrinários e inconsistências jurisprudenciais. Embora haja autores que sustentem a responsabilidade objetiva (isto é, independente de culpa ou dolo), a melhor doutrina sempre entendeu que a responsabilidade deve ser subjetiva, a exemplo do que ocorre no sistema norte-americano<sup>7</sup>, *com a distinção de que tal responsabilidade é presumida (inversão do ônus da prova) no momento de instauração dos procedimentos de intervenção, liquidação ou “RAET” acima aludidos*. Ocorrendo alguma dessas hipóteses, os administradores das instituições financeiras ficarão com todos os seus bens indisponíveis, não podendo, por qualquer forma, aliená-los ou onerá-los, até a apuração e liquidação final de suas responsabilidades (art. 36 da Lei 6.024/74).

O regime da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras parece ter encontrado solução equilibrada na mais recente jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (REsp 447.939-SP, DJU 25.10.2007), que reconheceu seu *caráter subjetivo, porém com presunção de culpa dos administradores pelos atos praticados durante sua gestão, invertendo-se o ônus da prova* (que passa a ser dos administradores, aos quais compete demonstrar que atuaram com o devido zelo, impedindo sua responsabilização pelos prejuízos causados)<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> “Art. 1º - A responsabilidade solidária dos controladores de instituições financeiras estabelecida no art. 15 do Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987, aplica-se, também, aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial de que trata a Lei nº 6.204, de 13 de março de 1974.

Art. 2º - O disposto na Lei nº 6.024, de 1974, e no Decreto-lei nº 2.321, de 1987, no que se refere à indisponibilidade de bens, aplica-se, também, aos bens das pessoas, naturais ou jurídicas, que detenham o controle, direto ou indireto, das instituições submetidas aos regimes de intervenção, liquidação extrajudicial, ou administração especial temporária.

<sup>7</sup> No qual o regime de responsabilidade de administradores de instituições financeiras não possui regras próprias, sujeitando-se ao regime aplicável às sociedades em geral, apesar de a jurisprudência claramente indicar que o dever de diligência desses administradores deve ser maior e mais estrito que os de sociedades não financeiras (“Fletcher Cyclopedia of The Law of Private Corporations”, William Meade Fletcher, 2002, Volume 3A, § 1042.10)

<sup>8</sup> Essa foi a solução que, *grosso modo*, foi adotada pela Comissão instituída pelo Decreto 91.159, de 18.03.1985, para elaborar anteprojeto de lei sobre as instituições financeiras e a responsabilidade dos agentes nos mercados monetários e de capitais – constituindo este mais um dos vários exemplos de

### 3. A Experiência Brasileira pode ser Exportada?

Parece haver pouca dúvida, tratando-se da crise bancária americana, que a propensão a correr riscos se tornou endêmica e exagerada, que essa distorção encontrou alguns nichos onde se desenvolveu de forma mais proeminente, e que aí se encontram as causas mais evidentes da crise. Existem muitos temas e muitas instâncias de “falhas regulatórias” ocasionando problemas com incentivos que podem explicar o ocorrido, e vários desses temas são tratados neste volume. Não obstante, parece razoável a idéia de que a limitação de responsabilidade de administradores, seu caráter subjetivo (para usar a linguagem jurídica brasileira), bem como a ausência de qualquer definição de “controlador” e sua responsabilização podem ter sido elementos adicionais a produzir decisões envolvendo muito risco. A reforma regulatória apresentada pelo Presidente Barack Obama não trouxe novidade no tema da responsabilidade de administradores, e tampouco tocou na idéia de que existem grupos controladores *de facto* que envolvem administradores que são também acionistas, ou detentores de opções de compra de ações. Um progresso interessante, e talvez não propriamente intencional, foi a determinação surgida no legislativo, por conta de pressão política, criando impedimentos para o pagamento de “bônus” (que, nos EUA, não tem caráter “alimentício” ou “trabalhista” no sentido da lei brasileira) para instituições que recebem recursos de alguns programas governamentais. Este dispositivo revelou-se bem sucedido tendo em vista seus efeitos no plano dos incentivos. Também deixou claro que existe, no contexto americano, um “espaço” entre as figuras brasileiras do grupo controlador e a do diretor estatutário, composto pela média e alta administração dessas instituições - ou o público que recebe “bônus” e *stock options* como parte crucial de sua remuneração - cuja “responsabilização” pode ter encontrado nesse dispositivo apenas um primeiro passo. Na verdade, a responsabilização *deste* grupo, cujas fronteiras poderiam ser situadas de forma mais clara, por exemplo, conforme o tamanho da “remuneração variável”, seguramente encontra um equivalente do que se passa no contexto brasileiro, e pode ser um caminho interessante a explorar no futuro.

É difícil especular sobre as possibilidades de aplicação de mecanismos semelhantes aos das leis brasileiras no contexto americano, no tocante à criação de figuras assemelhadas à nossa “intervenção”, com o intuito de ampliar o leque de mecanismos *ex post* para evitar a repetição de operações como a da Bear Stearns, onde uma venda de controle com exoneração de acionistas e administradores de qualquer ônus foi viabilizada pela assunção pelo FED de prejuízos privados – tudo o que uma operação

---

propostas de legislação, com soluções inovadoras e práticas, que acabam esquecidos nos arquivos públicos. O anteprojeto elaborado pela Comissão – formada por José Luiz Bulhões Pedreira, Alfredo Lamy Filho, Fábio Konder Comparato, Jorge Hilário Gouvêa Vieira e Cesar Vieira de Rezende – contém um capítulo específico dispendo sobre a responsabilidade dos controladores, administradores e fiscais de instituições financeiras (arts. 49 a 58), que se rege pelas normas gerais da lei de sociedades por ações e pelas normas especiais do anteprojeto. Dentre tais normas especiais, há uma que estabelece a presunção de culpa, até prova em contrário, nos atos praticados com violação de normas legais, regulamentares (esta, com toda a abrangência que o órgão regulador entender pertinente), estatutárias ou do regimento interno (no qual devem ser discriminadas as funções e atribuições de cada diretor), inclusive por omissão no cumprimento de deveres por elas prescritos.

como esta *não deve ser*. A legislação brasileira permite que controladores e administradores, com seus bens bloqueados, fiquem amarrados ao destino do “*legacy bank*”, que é a entidade que vende ativos e passivos, recebe os ágios aí envolvidos, e que, portanto, direciona esses recursos para o suprimento dos prejuízos dentro do “*bad bank*”. Esta foi a experiência brasileira do PROER, cujos mecanismos básicos apareceram em ideias ventiladas em diversas ocasiões ao longo dos debates sobre a crise americana.

A conjectura inevitável, diante dessas possibilidades, é que a magnitude da intervenção com vistas a resolver a crise foi de tal ordem que os riscos de *moral hazard* estariam a requerer uma mudança de paradigma. Isso é exatamente o que se poderia proporcionar a partir, de um lado, da relativização das limitações à responsabilidades, notadamente tendo em mente a “alta gerência”, definida como sugerido acima. Como já vigora nos EUA a “responsabilidade subjetiva”, no âmbito da qual seria necessário demonstrar que administradores e controladores tiveram “culpa e dolo” no insucesso da instituição, a inovação a se considerar é, como no caso brasileiro, a de se estipular, para o público acima mencionado, a inversão no ônus da prova em situações especiais onde recursos públicos estão envolvidos. De outro, a definição de algo como um *super-receivership* à semelhança da figura da intervenção pode perfeitamente representar uma inovação interessante, restando definir com clareza os seus limites. A economia política do desenrolar da crise é complexa; parece difícil vislumbrar de onde viriam os apoios a uma inovação desta grandeza.

No que concerne ao caso brasileiro, é interessante indicar caminhos para uma avaliação de custos e benefícios da relativização do princípio da responsabilidade limitada que aqui praticamos, com as curvas que a seção anterior procurou resenhar. Do lado positivo, embora seja aceita a presunção de que a contribuição da Lei 6.024/74 para a solidez de nosso sistema financeiro tenha sido positiva, *ceteris paribus*, é difícil estabelecer precisamente esta conclusão sem um trabalho empírico com o intuito de isolar outras influências determinantes de problemas em instituições financeiras, bem como outros elementos que previnem e diminuem problemas. Sem dúvida, há espaço para algum trabalho de natureza empírica nesse terreno.

O assunto da responsabilidade civil é vasto, e por isso mesmo é muito difícil associar quaisquer outras instâncias de responsabilização que possam exibir algum caráter anti-empresarial à Lei 6.024/74 e legislação correlata. A figura da “desconsideração da personalidade jurídica”, utilizada no terreno tributário e previdenciário, bem como as formas criativas de imputação de responsabilidade por indenizações trabalhistas perpetradas por alguns juizes, são exemplos proeminentes de assimetrias pelas quais o capital, ou o capitalista, recebe tratamento relativamente desfavorável ao trabalho e ao fisco. O fato é que o país que introduziu em sua Constituição o dispositivo que estabelece a “função social da propriedade” (Art. 5, XXIII e Art. 170, III), e, em seu Novo Código Civil, outro enunciando uma “função social do contrato” (Art. 421) – conceitos jurídicos indeterminados que permitem as mais variadas interpretações – é um ambiente onde o viés anti-empresarial nas regras de responsabilização da administradores e capitalistas pode prejudicar seriamente o ambiente contratual e o desenvolvimento da economia privada. As associações entre *rule of law*, enquanto

elemento fundamental do “clima de negócios”, e crescimento econômico estão sobejamente estabelecidas na literatura. E o Brasil não possui uma boa posição nos *rankings* pertinentes a *rule of law* e “clima de negócios”. Para as etapas que se apresentam do desenvolvimento brasileiro deveríamos pensar em regulação “pró-iniciativa privada” e não contra. Já quando se trata dos EUA, são bem menores os riscos de que legislação nova, criando novas responsabilidades para administradores de instituições financeiras, seja uma iniciativa que venha a catalisar vieses anti-empresariais.

## As Propostas Americanas: O *Blueprint* de Paulson vs. o *White Paper* de Geithner

Dionisio Dias Carneiro  
Monica Baumgarten de Bolle

### 1. Introdução

A necessidade de reformar o aparato regulatório americano foi reconhecida oficialmente por ocasião do Plano Paulson, anunciado em abril de 2008, que delineou os princípios que serviriam de base para um conjunto de propostas de legislação. Naquela ocasião, o Secretário Paulson reconheceu oficialmente que o arcabouço regulatório americano era ineficiente, pois havia (a) quatro instituições regulatórias federais que cuidavam das instituições que recebiam depósitos, (Fed, FDIC, OTS- *Office of Thrift Supervision* e OCC - *Office of the Comptroller of the Currency*); (b) diversas instituições de supervisão estadual para as mesmas instituições; (c) um regulador das operações de futuros, CFTC-*Commodity Futures Trading Commission*; (d) uma instituição de valores mobiliários (SEC); (e) instituições de autorregulação; (f) mais de 50 reguladores estaduais para empresas de seguros. O *blueprint* de Paulson propôs uma mudança radical de filosofia, que em vez de focalizar nas instituições, focalizaria nos objetivos, considerando a interligação entre mercados. Para zelar pela estabilidade dos mercados, deveria combinar a regulação prudencial, a regulação da conduta das instituições e a proteção do consumidor dos serviços de intermediação financeira. O resultado seria um sistema mais consolidado, e, portanto, menos sujeito à possibilidade de arbitragem regulatória.

O anúncio das propostas de Obama é um evento de extrema importância para definir o futuro do sistema de intermediação financeira. O anúncio teve algumas novidades interessantes na direção dos princípios, relativamente ao “*blueprint*” de 2008, e algumas demonstrações do pragmatismo libertário, que está se tornando a marca registrada da forma pela qual a Administração Obama tem transformado sua agenda eleitoral em um programa para ação governamental, passando por cima de difíceis problemas de delimitação da intervenção estatal nos negócios privados<sup>1</sup>. Nesta nota, identificamos as principais diferenças e pontos em comum entre as duas propostas de reforma regulatória.

### 2. O que Há de Diferente no Plano Obama-Geithner

Tanto a proposta de Paulson quanto o *White Paper* de Geithner e Obama partem de um novo entendimento sobre a natureza do sistema financeiro, conforme discutido no capítulo 10. As instituições em geral deixam de ser o foco fundamental da regulação, que

---

1 Ver nosso artigo no Estado de São Paulo, Consequências do “Paternalismo Libertário”, de 22 de maio de 2009.

desloca-se para a rede de fluxos financeiros e para as interconexões entre as diversas instituições que o compõem. Identifica-se como fundamental o papel das *Financial Holding Companies*, grandes conglomerados financeiros que podem ou não ter entre suas operações bancos comerciais. Estas grandes instituições, geralmente muito interconectadas com as demais, exercem o papel de grandes *hubs*, ou elos de ligação da rede financeira, e são reconhecidas como o principal calcanhar de Aquiles nos diagnósticos das duas propostas. Por este motivo, ambas propõem que tais instituições passem a ser fiscalizadas de forma mais rigorosa e que critérios regulatórios mais rígidos passem a ser adotados. No documento preparado pela equipe de Obama, propõe-se que o Fed seja o regulador primário destas instituições. As tabelas a seguir mostram a estrutura atual do arcabouço institucional de regulação nos EUA e as modificações propostas no *White Paper*.

Tabela 1

Arcabouço Institucional de Regulação Financeira nos EUA			
Como é			
Bancos	Seguros	Ações/Outros Títulos Mobiliários	Futuros
Federal Reserve National Credit Union Administrator Office of Thrift Supervision (OTS) State Bank Regulators Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) Office of the Comptroller of the Currency (OCC)	State Insurance Regulators	SEC State Securities Regulators Financial Industry Regulatory Authority	CFTC

Fonte: Financial Times

Tabela 2

Arcabouço Institucional de Regulação Financeira nos EUA				
Como fica				
Bancos	Seguros	Ações/Outros Títulos Mobiliários	Futuros	Consumidores
Federal Reserve National Credit Union Administrator State Bank Regulators Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) National Banking Supervisor	State Insurance Regulators National Insurance Office	SEC State Securities Regulators Financial Industry Regulatory Authority	CFTC	Consumers Protection Agency

Fonte: Financial Times

Na prática, há duas novidades interessantes no plano de reforma recentemente divulgado: A primeira é a criação do *Financial Services Oversight Council*, composto por membros dos 5 órgãos regulatórios federais (depois da extinção do OTS), e comandado pelo Tesouro, cujo papel principal é resolver as disputas de jurisdição entre os reguladores, facilitar a troca de informações entre as diversas agências, e a quem cabe aconselhar o Fed na decisão sobre se uma instituição reúne a combinação de tamanho, grau de alavancagem e interconexão suficiente para ser enquadrada sob sua jurisdição. Esta novidade é importante porque confere ao Tesouro, que responde pelo uso do dinheiro dos contribuintes, uma parte do poder de discriminação.

A segunda novidade é que o plano também abre caminho para a maior flexibilidade do Fed em assuntos emergenciais, sem que isso signifique a concessão de poderes ilimitados, como os que o Congresso negou a Paulson, para evitar pôr em risco o dinheiro dos contribuintes.

Havia acusações de que a proposta anterior colocava o Fed no topo da nova organização de regulação financeira, sem que este tivesse a governança apropriada. Em 2008, a urgência do socorro aos bancos para impedir que se propagasse a crise de liquidez que se agravava deixou os parlamentares divididos entre sancionar o que o Fed fazia e assumir a responsabilidade pelo agravamento da crise. A nova proposta pode facilitar a aprovação do sistema, na medida em que reconhece que o Fed é um órgão complexo demais, e que nem sempre sua governança é apropriada para que possa assumir a responsabilidade que o *blueprint* de Paulson, desenhado no calor da explosão financeira, exigia. Desta forma, a proposta permite a ação pragmática, sem enfrentar acusações de maior ingerência permanente na administração do sistema de crédito, que no ano passado suscitou dúvidas que poderiam enfraquecer sua capacidade prática de ação, especialmente quando a questão de arbitragem regulatória estava na raiz das limitações à atuação do Fed. Ela fornece, portanto, um instrumento flexível para dificultar o processo de “inovações” pelo qual as instituições financeiras americanas encontravam, na prática, caminhos para a omissão de riscos, o mascaramento de interesses conflitantes e a fraude.

Uma crítica comum é de que a proposta será insuficiente para impedir novas crises como a de 2008. Apesar de estarem na mesa algumas mudanças fundamentais (como a de submeter instituições grandes a um só regulador e introduzir uma agência para proteção do consumidor de serviços financeiros, por exemplo), que mostram que os proponentes desejam impedir que ajustes caóticos possam ocorrer por falta de flexibilidade institucional para reagir a inovações, certamente não houve a pretensão de reinventar o mundo.

Uma característica da proposta que pode ser acusada de conservadorismo é o reconhecimento de que o casamento de instituições com culturas tão diferentes quanto a SEC e o CFTC, por exemplo, ou as encarregadas da supervisão de seguros e as demais, leva tempo. O processo de fusão precisa ser cuidadosamente formulado para impedir (ou dificultar) a arbitragem regulatória, centralizar a regulação dos bancos capazes de causar risco sistêmico, o que significa tentar não desperdiçar o capital regulatório acumulado nessas instituições, e para dificultar a captura do regulador pelo regulado.

### 3. Conclusões

A proposta não tem solução fechada e consensual para todos os problemas que precisam ser atacados, mas deixa um espaço suficiente para a discussão no Congresso dos diversos aspectos que atingem de forma tão dramática interesses entranhados no sistema financeiro. Além disso, o novo plano foca nas questões principais identificadas no *blueprint* original (como o risco sistêmico, os grandes conglomerados, as interconexões difíceis de mapear), mas é mais pragmático ao evitar um redesenho completo do arcabouço institucional de regulação. Entretanto, os críticos afirmam que ao perpetuar as redundâncias institucionais discutidas no capítulo 10 deste livro, o novo plano não

eliminou a possibilidade de arbitragem regulatória, permitindo, portanto, que uma importante vulnerabilidade do arcabouço regulatório permaneça.

Finalmente, o governo apresentou um material que poderá ser confrontado com as realidades regulatórias nos demais países e abre espaço para que haja alguma cooperação nesta área, o que é fundamental para um sistema de intermediação financeira global menos sujeito aos movimentos destrutivos das bases para a alavancagem e de propagação da desconfiança que dificultam a recomposição dos fluxos financeiros privados na situação atual.

# Supervisão e Regulação de Bancos Comerciais nos Estados Unidos: Características e Implicações

Marcelo Ferreira da Motta Rezende<sup>1</sup>

## 1. Introdução

Bancos comerciais nos Estados Unidos escolhem o regulador que os licencia e decidem também ser ou não membros do *Federal Reserve System* (Fed). Um banco pode ter sua licença emitida tanto pelo estado onde é sediado, sendo assim chamado de banco estadual, quanto pelo *Office of the Comptroller of Currency* (OCC), órgão que faz parte do Tesouro americano, sendo neste caso chamado de banco nacional. Bancos estaduais são regulados pelo respectivo estado e tem como seu regulador federal primário o Fed, caso sejam membro dele, ou o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), caso contrário. Bancos nacionais são necessariamente membros do Fed.

Bancos comerciais escolhem seus reguladores no momento da sua abertura e mudam de reguladores ao longo do tempo para maximizar seus lucros. O problema que eles resolvem foi claramente descrito por Scott (1977): “Um banco, como qualquer empresa, pode ser pensando como tentando maximizar o valor da firma – o valor presente do fluxo de lucros futuros. Um dos fatores que afetam as estimativas de rendimentos futuros é o ambiente legal – a combinação de restrições estatutárias e políticas regulatórias que definem as oportunidades de investimento abertas à firma e que afetam seus custos de operação. Se as diferenças em opções regulatórias disponíveis a um banco criam diferenças significativas nas estimativas de rendimentos futuros, o modelo prevê que os bancos irão escolher se converter para a opção mais lucrativa se os custos de conversão forem menores que o aumento no valor presente gerado por isto.”

As consequências das escolhas feitas pelos bancos motivam um intenso debate em torno das propostas recentes para reformar a regulação atual. Este breve artigo discute o Sistema Bancário Dual – como é chamado o atual sistema regulatório – dando atenção às atribuições de cada regulador, ao valor de cada combinação de reguladores e aos principais argumentos contra e a favor deste sistema, dedicando atenção especial às diferenças de regulação que possam favorecer um regulador em relação a outro.

## 2. O Sistema Bancário Dual

### 2.1 História

O Sistema Bancário Dual foi criado a partir da Lei do Banco Nacional de 1863 (*National Bank Act*), quando o Congresso americano autorizou as licenças de bancos nacionais

---

<sup>1</sup> Agradeço à Luiza Niemeyer e Monica de Bolle por comentários.

como alternativa às estaduais. A lei tinha como objetivo criar uma moeda nacional uniforme, que substituiria o sistema de notas emitidas por bancos estaduais, e um mercado de títulos federais, para financiar a Guerra Civil. Futuramente, todas as licenças estaduais deveriam ser substituídas por licenças nacionais, de modo que este sistema onde as licenças eram emitidas tanto por estados como pela federação fosse apenas transitório (Hammond, 1957). Este sistema, porém, acabou sobrevivendo ao longo dos anos consolidando, assim, o Sistema Bancário Dual.

Uma segunda característica fundamental do Sistema Bancário Dual de origem não intencional é a habilidade dos bancos de mudar de reguladores. Similarmente à existência de diferentes reguladores, o direito a mudar de regulador não foi criado para ser utilizado por anos após a lei, mas simplesmente como uma regra de transição para permitir a substituição do sistema de licenças estaduais por um sistema nacional. Deste modo, inicialmente o Congresso não impôs restrições à migração de licenças estaduais para nacionais. Em 1913, a Lei da Reserva Federal (*Federal Reserve Act*) limitou esta liberdade e exigiu que a conversão não fosse feita em contravenção à lei estadual, permitindo aos estados impedir seus bancos de mudarem para o regulador nacional. Ao longo do tempo, porém, o Congresso e os estados relaxaram novamente as exigências para as transferências. Atualmente, bancos podem mudar entre estados e o OCC, sem a aprovação do regulador que estiverem deixando. Analogamente, um banco estadual pode abdicar de ser membro do Fed sem a aprovação deste regulador, ainda que a sua aprovação seja necessária para se tornar um membro.

## 2.2 Atribuições dos Reguladores

Bancos comerciais podem, portanto, pertencer a três categorias mutuamente excludentes dependendo de quem são seus reguladores: Bancos nacionais, licenciados pelo OCC e necessariamente membros do Fed; bancos estaduais membros do Fed; e bancos estaduais não membros do Fed. Em todas essas categorias, os bancos são necessariamente segurados pelo FDIC.<sup>2</sup>

Bancos comerciais são, portanto, regulados pela respectiva autoridade que os licencia, pelo seu regulador federal primário e também pelo Fed, pelo FDIC e pelos estados em que operam. A autoridade que os licencia – o respectivo departamento bancário estadual ou o OCC – é o seu regulador primário, cujos poderes são determinados por leis estaduais e federais, respectivamente. Estes incluem aceitar ou rejeitar um banco que se candidata ao regulador, declarar sua insolvência, e aprovar a abertura de novas agências, fusões, aquisições e mudanças na estrutura de capital, corporativa ou bancária, como o estabelecimento de novas subsidiárias e o envolvimento em novas atividades.

---

<sup>2</sup> Uma quarta categoria, correspondente a bancos estaduais não membros do Fed e não segurados pelo FDIC, existiu no passado, mas foi eliminada à medida que os estados passaram a exigir o seguro do FDIC de todas as instituições que aceitassem depósitos e que a Lei de Melhoria do FDIC de 1991 (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act*) estabeleceu requerimentos extremamente custosos para bancos não segurados. Porém, mesmo antes destas mudanças regulatórias, o seguro do FDIC era considerado muito vantajoso competitivamente, com muitos poucos bancos escolhendo não contratar o seguro. Por esta razão, esta quarta categoria pode ser ignorada na análise.

O regulador federal primário é naturalmente o OCC para bancos nacionais, o Fed para bancos estaduais membros e o FDIC para bancos estaduais não membros. Reguladores federais primários são responsáveis por definir e aplicar requerimentos de capital adequado, avaliar sistemas de gerência de risco, controles internos, auditoria e sistemas de informação, e regular pagamentos de dividendos, condições de empréstimos e taxas de juros, entre outros. Assim como a autoridade licenciadora, eles também decidem sobre fusões, aquisições, mudanças de controle, abertura de subsidiárias e envolvimento em novas atividades. Reguladores federais primários também são responsáveis por aplicar regulações de solvência e proteção ao consumidor estabelecidas pelo Fed.

O Fed, portanto, regula bancos que não o tem como o regulador federal primário e o mesmo vale para o FDIC e os estados em que os bancos operam. O FDIC cobra anualmente dos bancos um prêmio pelo seu seguro, exige ações corretivas, caso eles estejam subcapitalizados, e, em certas circunstâncias, pode declarar insolvência. Todos os bancos devem obedecer às leis dos estados em que operam, tais como leis de contratos e zoneamento, enquanto outras se aplicam somente aos bancos estaduais, dado que os bancos nacionais podem bloquear algumas leis, como por exemplo as que regem depósitos e práticas de empréstimos. Além disso, todos os bancos devem satisfazer as exigências de reserva definidas pelo Fed, independente de quem seja o seu regulador.

### **2.3 O Valor Relativo de Diferentes Escolhas**

O valor relativo de diferentes combinações de reguladores determina as escolhas dos bancos ao longo do tempo. As principais diferenças que afetam o valor relativo das diferentes combinações de reguladores estão na regulação, supervisão e custos diretos de pertencer a cada regulador.

As regulações impostas pelo regulador que licencia o banco ou seu regulador federal primário são o caso mais comum de diferenças regulatórias que determinam o valor relativo dos reguladores. Outro tipo é a possibilidade de bloqueio de algumas regulações impostas por outros reguladores e que deveriam se aplicar a todos os bancos. Por exemplo, bancos nacionais eram isentos de regulações estaduais que restringissem as atividades de suas agências, permitindo assim que estes operassem uniformemente no país todo. Agências de bancos estaduais fora do estado em que eram sediados, por outro lado, eram sujeitas às restrições estaduais em cada estado em que operassem. Tal diferença favorecia a licença nacional ao invés da estadual, e, portanto, motivou mudanças para reequilibrar a competição entre licenças. As Emendas à Lei Riegle-Neal de 1997 (*Riegle-Neal Amendments Act*) determinaram que as mesmas atividades que fossem permitidas aos bancos nacionais e bancos estaduais licenciados pelo estado sede fossem permitidas também para os bancos estaduais. Apesar destas reformas terem contribuído para balancear a competição entre reguladores estaduais e nacionais ao longo do tempo, bancos nacionais ainda são vistos como mais poderosos que bancos estaduais e se beneficiam de um único

conjunto de regulações, independentemente do número de estados em que operam, reduzindo assim os custos de atender a tais regulações.

Diferenças na interpretação de regulações e no uso do poder de discricção permitido pela regulação também determinam o valor relativo dos reguladores. Por exemplo, apesar da Lei da Reserva Federal proibir tanto bancos estaduais membros como nacionais de subscrever títulos – exceto para obrigações de estados e subdivisões – o Fed e o OCC interpretaram esta regulação de duas maneiras distintas: enquanto o OCC permitiu que bancos nacionais subscrevessem títulos de receitas estaduais e outros emitidos por subdivisões e autoridades estaduais, o Fed proibiu bancos estaduais membros de o fazer. Como Scott (1977) observa: “estatutos objetivando um tratamento idêntico produziram, nas mãos de duas agências diferentes, resultados diametralmente opostos”. Em outras situações, os mesmos padrões se aplicam, mas algum grau de discricção é dado aos reguladores, causando diferenças substanciais nas políticas implementadas. Devido a diferenças na interpretação da regulação e no uso do poder de discricção, o OCC é usualmente considerado mais inovador comparado aos outros reguladores.

Bancos podem também ter uma relação atraente com seus reguladores devido à atenção, suporte ou menor peso da supervisão. Departamentos bancários estaduais, por exemplo, são frequentemente considerados mais adaptados às necessidades dos bancos locais e mais atenciosos aos seus pedidos, em parte porque o tamanho de um banco individual comparado aos ativos totais sob supervisão de um estado é maior que comparado aos ativos supervisionados pelo OCC. Além disso, reguladores conhecem técnicas e práticas que contribuem para a performance do banco e podem assim ajudar o banco oferecendo suporte. Reguladores também são mais atraentes quanto menor for o peso da sua supervisão sobre os bancos. Por exemplo, podem coordenar exames conjuntos com outros reguladores e, no caso do Fed, que é também responsável pela supervisão de *bank holding companies* e *financial holding companies*, alavancar no trabalho de supervisão destas companhias, caso o banco seja afiliado a uma.

Os custos de ser membro ou de supervisão de cada regulador também afetam o valor de cada um. Bancos licenciados por estados incorrem em custos de supervisão em geral menores do que bancos nacionais. Bancos nacionais pagam taxas de supervisão ao OCC, cujo total financia quase que totalmente o orçamento deste regulador. Departamentos bancários estaduais também cobram taxas dos bancos que licenciam, mas como o seu trabalho de supervisão é dividido com o Fed ou o FDIC, seus custos, e consequentemente, suas taxas de supervisão, são significativamente mais baixas que as do OCC. Ser membro do Fed também impõe restrições sobre a alocação de ativos, favorecendo bancos estaduais não membros. Apesar de o Fed não cobrar por sua supervisão, membros do Fed precisam guardar parte dos seus ativos em cotas do respectivo *Federal Reserve Bank* regional, o que rende um dividendo anual fixo de seis por cento.

## 2.4 A Controvérsia sobre o Sistema Bancário Dual

O debate sobre se o Sistema Bancário Dual é superior a um arcabouço com um único regulador bancário se baseia em três principais argumentos. O primeiro se refere ao valor que os bancos atribuem à possibilidade de escolherem seus reguladores. Dado que os bancos escolhem seus reguladores de modo a maximizar lucros, ter mais opções implica em lucros iguais ou maiores do que teriam se fossem restritos a um único regulador. O segundo e o terceiro argumentos se baseiam na idéia de que a regulação e a supervisão são determinadas pela competição entre reguladores. O segundo argumento, a favor deste sistema, sustenta que devido à competição, os padrões de regulação e supervisão podem melhorar, se tornando menos custosos, mais flexíveis e abertos à inovação, garantindo, ao mesmo tempo, a solvência dos bancos. O terceiro argumento, contrário a este sistema, afirma que a competição entre reguladores pode causar o efeito oposto, tornando a regulação excessivamente permissiva, colocando, portanto, o sistema financeiro em risco, caso os reguladores reajam de maneira irresponsável à possibilidade de perder bancos sob sua regulação.

Esses três argumentos estão juntos, por exemplo, em um discurso do ex-presidente do Fed Alan Greenspan: “O Sistema Bancário Dual também oferece proteção contra o zelo excessivo na regulação ao permitir aos bancos ter a escolha de mais de um regulador federal ao selecionar uma licença estadual ou federal. Essa escolha tem servido como uma restrição a políticas arbitrárias e caprichosas ao nível federal. É verdade, é possível que duas ou mais agências federais possam se engajar em ‘competição em leniência’ – mas eu me preocupo consideravelmente mais com a possibilidade de que um regulador federal único se tornasse inevitavelmente rígido e insensível às necessidades do mercado.” (Greenspan, 1998).<sup>3</sup>

Mas afinal, as escolhas dos bancos podem ter um impacto nas finanças dos seus reguladores a ponto de comprometer a qualidade da supervisão e da regulação? Pelo menos um episódio mostra de maneira visível como as finanças podem ser afetadas, ainda que seja mais seguro não afirmar nada sobre o efeito na qualidade da supervisão e regulação. Em 2004, quando o HSBC e o J. P. Morgan Chase transferiram suas licenças do estado de Nova Iorque para o OCC, as taxas de supervisão pagas por estes bancos correspondiam a 30 por cento dos 80 milhões de dólares de orçamento do Departamento Bancário do estado. A figura 1 mostra claramente o impacto destas duas escolhas sobre o valor dos ativos sob supervisão do estado de Nova Iorque, que forma a base das taxas de supervisão que financiam o departamento bancário do estado. No ano de 2004, o valor destes ativos de bancos estaduais membros caiu consideravelmente e há um aumento correspondente nos ativos de bancos nacionais, refletindo a mudança.

---

<sup>3</sup> Veja também o trecho do discurso do ex-presidente do Fed Arthur Burns em 1974: “O sistema regulatório presente promove o que é às vezes chamado de ‘competição em leniência’,..., eu não preciso explicar a banqueiros o fato bem entendido de que agências regulatórias são às vezes jogadas uma contra a outra.” (Burns, 1974).

### 3. Conclusão

É frequentemente argumentado que o efeito das escolhas dos bancos sobre o financiamento e o poder dos seus reguladores pode prevenir regulação e supervisão adequadas. Por outro lado, argumenta-se que isto pode obrigar os reguladores a tornarem-se mais eficientes.

Este artigo descreveu o Sistema Bancário Dual e apresentou argumentos contra e a favor deste sistema. Este debate tem motivado algumas propostas recentes de reforma do sistema regulatório americano (*Department of Treasury*, 2008, 2009). De modo a avaliar o impacto das reformas que venham a ser implementadas, é necessário, portanto, entender tais argumentos com clareza.

#### Referências Bibliográficas:

Burns, Arthur F., 1974, "Maintaining the Soundness of Our Banking System" Address to the American Bankers Association Convention, Honolulu, Hawaii, October 21, 1974.

The Department of the Treasury, 2008, "Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure", [www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf](http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf).

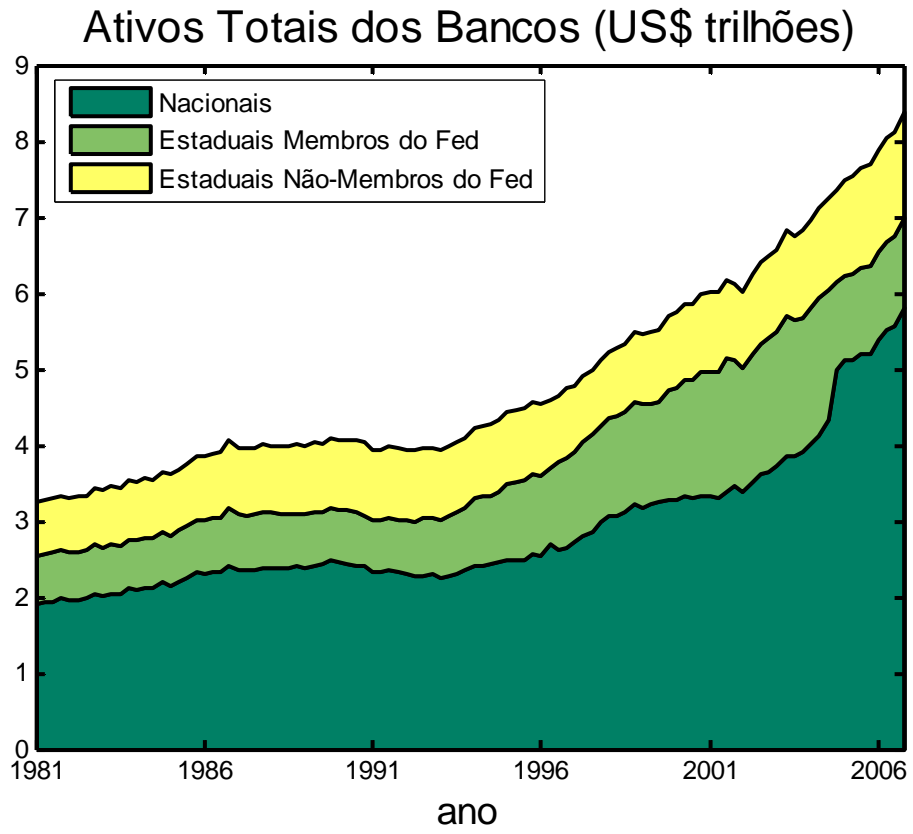
The Department of the Treasury, 2009, "Financial Regulatory Reform: A New Foundation", [www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf).

Greenspan, Alan, 1998, "Our Banking History," Remarks Before the Annual Meeting and Conference of the Conference of State Bank Supervisors, Nashville, Tennessee, May 2, 1998.

Hammond, Bray, 1957, *Banks and Politics in America: From the Revolution to the Civil War*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Scott, Kenneth E., 1977, "The Dual Banking System: Model of Competition in Regulation," *Stanford Law Review* 30, 1-49.

Figura 1:



## Redundância e Sobrevivência no Sistema Bancário Americano

Monica Baumgarten de Bolle

### 1. Introdução

A crise financeira internacional de 2007/08/09, mais do que qualquer outro episódio de turbulência pelo qual já passou a economia mundial, familiarizou-nos com os conceitos de redes, interconexões, complexidade e adaptatividade. Estas noções, amplamente utilizadas e difundidas em diversos campos da ciência, eram, até recentemente, pouco exploradas pelos economistas e pelos gestores de política econômica. Contudo, a violência e a rapidez com que foram rompidos os mecanismos de crédito depois da quebra do Lehman Brothers, expuseram de forma inequívoca a real natureza da rede financeira internacional: um enorme emaranhado de interconexões complexas demais para se mapear, dominada por grandes instituições financeiras, ou *hubs*, que comprometeriam todo o funcionamento do sistema caso viessem a falhar, e composta por agentes interessados em maximizar ganhos e minimizar riscos sem, no entanto, enxergar a topografia do sistema financeiro.

Identificar as vulnerabilidades do sistema financeiro como originárias de suas interconexões extremamente complexas é fundamentalmente diferente de defini-las a partir das fragilidades das instituições que o compõem. No último caso, lida-se primordialmente com componentes individuais, cujo comportamento pode impactar negativamente o funcionamento dos demais. Este era, até esta crise, o foco para as regras de regulamentação financeira adotadas em todo o mundo, e nos EUA em particular. Entretanto, se as vulnerabilidades passam a ser identificadas nas interconexões, o foco deve ser no sistema inteiro, e sobretudo nas suas propriedades adaptativas e evolutivas, que, sem um arcabouço regulatório adequado, podem levar a um “excesso de complexidade”. A complexidade excessiva reduz a robustez do sistema, aumentando os riscos dos chamados “*fat tail events*”, como a desintegração das redes de crédito que se observou no fim de 2008.

Esta nova compreensão da natureza do sistema financeiro mundial, e do americano em particular, está claramente refletida nas discussões sobre a reforma regulatória. A proposta americana, analisada no capítulo Y, aponta a necessidade de se adotar critérios mais rígidos para os subconjuntos de instituições que constituem os nós fundamentais da rede, devido ao grau e à importância de suas conexões. Para isto é necessário aumentar os poderes do Fed, dando-lhe a responsabilidade de supervisionar as *Financial Holding Companies*<sup>1</sup> e conferindo-lhe a capacidade de zelar pela estabilidade do sistema financeiro. É também fundamental ter um foro para a troca de informações entre as diversas agências reguladoras para que se possa mapear os riscos do sistema, razão para a

---

<sup>1</sup> Ver cap. 8

formulação de um *Financial Oversight Council* composto por membros de todos os órgãos supervisores, como identifica o *White Paper* de Geithner e Obama. Mas é também indispensável manter certas redundâncias no sistema, muitas vezes criticadas por induzir à arbitragem regulatória, situação em que os bancos beneficiam-se da presença de várias instituições que cumprem a mesma função, mas com critérios diferenciados.

Nesta nota, discutimos porque a manutenção de certas redundâncias no arcabouço regulatório podem ser benéficas para o sistema. Na próxima seção, identificamos as atuais redundâncias no sistema regulatório americano e aquelas mantidas na proposta de reforma regulatória anunciada recentemente. Em seguida, avaliamos os prós e os contras das redundâncias a partir da perspectiva das redes complexas e dos sistemas evolutivos. Concluimos com algumas observações gerais.

## 2. As Redundâncias no Sistema Regulatório Americano

De forma bastante simples, podemos definir como redundância a presença de duas ou mais instituições que cumprem a mesma função. No caso dos bancos comerciais americanos, por exemplo, há várias agências responsáveis, simultaneamente, por sua supervisão, como a autoridade que os licencia, o regulador federal primário, o Fed (caso sejam membros do Fed), a agência FDIC, e as instituições reguladoras dos Estados em que operam<sup>2</sup>. A autoridade que os licencia – o respectivo departamento bancário estadual ou o OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*) – é o regulador primário, e seus poderes são determinados por leis estaduais ou federais, respectivamente. Na atual estrutura, o regulador federal primário é o OCC para os bancos federais, o Fed para os bancos estaduais membros e o FDIC para os bancos estaduais não-membros.

A proposta de reforma regulatória delineada no *White Paper* mantém esta estrutura e introduz um novo regulador federal, o National Bank Supervisor, cuja função é supervisionar todos os bancos com licença federal. A reforma também prevê que o Fed passe a ser o principal regulador de todas as instituições que possam ser uma ameaça à estabilidade, mesmo que não conduzam operações de bancos comerciais ou sejam donas de tais instituições. Redundâncias que induziam à prática de arbitragem regulatória, como a existência do *Office of Thrift Regulation*, que permitia que bancos comerciais fossem regulados como caixas de poupança, com critérios menos rigorosos, foram eliminadas. Críticos da proposta argumentaram que a equipe de Obama perdeu uma boa oportunidade de simplificar e consolidar o arcabouço institucional de regulação que, devido à presença das duplicidades, é de difícil administração.

---

<sup>2</sup> Ver o cap. 9 de Marcelo Rezende.

### 3. Por que as Redundâncias podem ser Benéficas

Há dois argumentos principais contra a presença de redundâncias institucionais. O primeiro é que como nos EUA são os bancos comerciais que escolhem seus reguladores<sup>3</sup>, a existência de agências com a mesma função mas com critérios diferenciados pode induzir à arbitragem regulatória. Neste caso, um banco comercial muito interconectado poderia se autotransformar como uma instituição menos complexa e se beneficiar de regras menos rígidas escolhendo um regulador mais leniente. Neste sentido, um arcabouço regulatório repleto de redundâncias pode acabar servindo mais aos interesses das instituições reguladas e menos aos dos investidores e consumidores que deveria proteger.

O segundo argumento é que a presença de instituições com as mesmas funções torna necessária a criação de um sistema de troca de informações que permita identificar problemas e definir claramente a qual agência reguladora caberá a responsabilidade de resolvê-lo. Estas questões de troca de informações e delimitação de responsabilidades em momentos de crise não são triviais, como mostrou o caso do banco inglês Northern Rock, que revelou para o mundo os problemas de coordenação do sistema tripartite britânico<sup>4</sup>. Os defensores da consolidação e simplificação do sistema regulatório americano também argumentam que a redução da duplicidade aumentaria a eficiência e o *accountability* das agências reguladoras<sup>5</sup>.

Entretanto, em certos ramos da ciência, simplicidade e eficiência não são necessariamente sinônimos de robustez. Para os estudiosos da biologia evolutiva, das ciências de computação, dos sistemas de voo das aeronaves modernas<sup>6</sup>, para citar alguns exemplos, sistemas complexos redundantes exibem a propriedade de que muitas mutações, ou “choques”, causam apenas pequenas modificações na sua dinâmica, mas sistemas com menor grau de redundância estão mais sujeitos às bruscas mudanças de comportamento diante de pequenas variações. Deste modo, a redundância é sinônimo de estabilidade estrutural, o que permite que o sistema evolva de forma gradual, minimizando o risco de desorganização resultante da existência de “pontos críticos” (“*tipping points*”).

Até a eclosão da crise financeira internacional, acreditava-se que o aumento da complexidade<sup>7</sup> resultante da evolução e adaptação do sistema financeiro internacional fortalecera os mecanismos de auto-regulação, melhorando a robustez e garantindo a estabilidade. Os anos da “Grande Moderação” foram vistos como a prova desta nova

---

<sup>3</sup> Ver o cap. 9 Marcelo Rezende.

<sup>4</sup> Naquela altura, não ficou claro de quem era a responsabilidade de intervir no banco: se do Banco da Inglaterra, do Financial Services Authority, ou do Chancellor of the Exchequer.

<sup>5</sup> Ver “*US Financial Regulatory Reform: The Investors’ Perspective*”; CFA Institute e Council of Institutional Investors, julho de 2009.

<sup>6</sup> Os sistemas “*fly-by-wire*” são um exemplo de redundância intencional para aumentar a segurança das aeronaves.

<sup>7</sup> O grau de complexidade não está apenas relacionado ao tamanho da instituição, mas também à sua importância na estrutura da rede de fluxos financeiros, isto é, se pertence ou não a um nó fundamental, aqueles com muitas interconexões.

realidade, tendo a economia global passado por grandes choques sem sofrer uma brusca ruptura dos mecanismos de liquidez e crédito e sem observar o aumento da volatilidade das variáveis financeiras e reais. No entanto, a crise revelou que enquanto a rede financeira possuía, em certa medida, a capacidade de se autocorriger, também possuía um grande potencial autodestrutivo. O aumento da complexidade, ao invés de fortalecer, fragilizou progressivamente o sistema financeiro internacional, a ponto de torná-lo mais vulnerável ao risco de colapso, sobretudo porque as redundâncias foram sendo eliminadas na medida em que certas instituições foram se tornando maiores. O surgimento de instituições financeiras cada vez mais interconectadas e complexas impediu que suas funções fossem facilmente exercidas por outras instituições menos conectadas e complexas, tornando o sistema mais vulnerável às falhas destes *hubs*.

É difícil exagerar o tamanho do desafio de reformular o arcabouço regulatório para abranger toda a rede financeira, e não apenas os seus componentes específicos. Alguns elementos fundamentais já foram identificados, como a introdução de requisitos mais rigorosos para as instituições sistêmicas, a necessidade de mapear e monitorar constantemente os riscos da rede e a importância de ter uma agência reguladora com o mandato de salvaguardar a estabilidade financeira e a autonomia para cumpri-lo. Contudo, um bom arcabouço regulatório deve ter a flexibilidade de evoluir junto com o sistema financeiro e adaptar-se às inovações, minimizando os novos riscos sem, no entanto, bloquear os possíveis ganhos de eficiência. Um arcabouço regulatório estático, que não se adapta à evolução orgânica do sistema financeiro, está fadado a tornar-se inútil e a facilitar a ocorrência de novas crises. A evolução gradual, sem sobressaltos para não comprometer desnecessariamente o funcionamento de partes da rede financeira, é facilitada pela presença de redundâncias, pela capacidade de adaptar agências com funções similares às necessidades do sistema. E para completar, embora a duplicidade de funções dificulte a administração do arcabouço regulatório, ela também diminui as chances de que falhas catastróficas, como a não-identificação de vulnerabilidades em partes fundamentais da rede, venham a ocorrer.

#### **4. Conclusões**

As fragilidades reveladas pela crise possibilitaram um novo entendimento do funcionamento do sistema financeiro internacional, trazendo conceitos já amplamente difundidos em outras áreas do conhecimento para os economistas, agentes de mercado e gestores de política econômica. Esta visão mais ampla sobre os mecanismos de liquidez e crédito e sua interação com a economia real abre um campo fascinante para a pesquisa e a formulação de políticas macro e microeconômicas. As propostas de reforma regulatória que estão sendo anunciadas pelos países no centro da crise são o primeiro reflexo desta grande revolução.

A partir deste novo arcabouço conceitual de redes, complexidade, evolução e adaptatividade, desmontam-se facilmente algumas noções intuitivas com potencial

bastante prejudicial. Uma delas é a de que estruturas mais consolidadas e mais eficientes por minimizar as duplicidades são mais robustas e possuem mecanismos autocorretivos mais eficazes. Esta falsa percepção sobre o funcionamento dos mercados de crédito foi um dos grandes facilitadores da crise financeira atual. De fato, redes com um alto grau de complexidade necessitam das redundâncias para minimizar os riscos de colapso: se os nós muito conectados têm substitutos viáveis, as chances de que uma falha resulte na desintegração da rede são menores.

Neste artigo, utilizamos estes conceitos para ilustrar porque a equipe de Obama optou por manter o emaranhado de agências reguladoras e suas redundâncias relativamente intacto na proposta de reforma recentemente anunciada, apesar dos custos e possíveis ineficiências envolvidos. O maior potencial evolutivo do sistema regulatório e o mais acentuado grau de robustez associados à presença de duplicidades institucionais ajudam a proteger o sistema das grandes catástrofes, desde que o foco da regulação seja adequado, isto é, voltado para o funcionamento da rede como um todo, e não apenas de seus componentes.

Esta é, ao menos, a visão daqueles que acreditam que os esforços de reforma são fundamentalmente bem-intencionados. Para os mais céticos, entretanto, a manutenção das redundâncias na proposta americana são menos um reflexo da intenção de garantir maior robustez ao sistema e sim uma forma de contornar as disputas de poder que poderiam comprometer sua implementação.

#### **Referências Bibliográficas:**

Carneiro, Dionísio Dias e De Bolle, Monica. “A Complexidade da Crise ou a Crise da Complexidade?” Carta Econômica Galanto no. 107/08, outubro de 2008.

De Bolle, Monica. “A Dificuldade de Resolver a Crise Bancária”. Carta Econômica Galanto no. 112/09, março de 2009.

Haldane, Andrew G. “Rethinking the Financial Network”. Banco da Inglaterra, abril de 2009.

US Investors’ Working Group. “US Financial Regulatory Reform: The Investors’ Perspective”. CFA Institute and Council for Institutional Investors, julho de 2009.

# A Separação entre as Funções de Estabilização de Regulação no Brasil

Alkimar R. Moura<sup>1</sup>

## 1. Introdução

Antes da eclosão da recente crise financeira global, a gestão dos bancos centrais, nos países desenvolvidos e naqueles que adotaram o regime de metas inflacionárias, parece ter sido reduzida à consecução de uma meta de estabilidade monetária, acompanhada por uma referência, muitas vezes meramente perfunctória, a uma meta de produto. Para alcançar o objetivo da estabilização, o exercício da política monetária consiste em utilizar um único instrumento: a fixação do nível para a taxa de juros de curtíssimo prazo, compatível com a estabilidade de preços. Isto garante a obediência, ainda que informal, aos requisitos de Tinbergen de igualdade entre objetivos e instrumentos de política econômica.

Entretanto, a emergência da crise deixou clara a deficiência de regras simplistas de gestão de política monetária, pois ela demonstrou que alcançar a estabilidade monetária não assegura necessariamente a estabilização dos mercados e das instituições financeiras. E sem o funcionamento normal do sistema financeiro, e particularmente do sistema bancário, a economia real passa a operar em níveis bem abaixo do adequado para garantir a plena ocupação dos fatores, quando não mergulha em uma recessão prolongada e destruidora de capital físico e humano.

Uma das possíveis soluções para amenizar o possível conflito enfrentado pelos banqueiros centrais de assegurar simultaneamente preços estáveis de bens e serviços e preços de ativos financeiros próximos a seus valores “fundamentais”, tem sido separar as agências responsáveis pelas duas funções. O Banco Central cuida da estabilidade monetária e a função de estabilização dos mercados financeiros é delegada a uma autoridade reguladora, organizada seja como um ramo separado operando dentro da estrutura do Banco Central, ou como uma agência independente, ligada ao executivo, encarregada da regulação prudencial e de conduta, assim como da supervisão e fiscalização dos mercados financeiros e de capitais. Não parecer existir um modelo único de organização institucional das agências encarregadas das funções de estabilização monetária e de regulação prudencial das instituições financeiras. De qualquer maneira, a experiência norte-americana recente demonstrou que o primado conferido à estabilidade monetária, aliada à realidade de uma balcanização das agências reguladoras naquele país, foi capaz de produzir uma crise financeira de proporções verdadeiramente épicas.

## 2. O Perímetro da Regulação Bancária no Brasil

No Brasil, como se sabe, a Lei 4595/64 consagrou o modelo de Banco Central encarregado tanto da estabilidade monetária quanto da regulação bancária, ao dispor

---

<sup>1</sup> Professor de Economia da EAESP/FGV e professor-convidado da EESP/FGV.

que cumpria a ele a operacionalização da política monetária (cujos objetivos são definidos pelo Conselho Monetário Nacional) e também a supervisão, o controle e a fiscalização das atividades bancárias em geral e das instituições financeiras. De fato, aquele documento legal estabeleceu, entre as competências privativas do Banco Central, as de exercer a fiscalização das instituições financeiras, conceder autorização para seu funcionamento e exercer permanente vigilância, nos mercados financeiros e de capitais, sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nestes mercados.

A criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1976 pouco alterou, no seu início, a responsabilidade do Banco Central na gestão das funções de estabilização e de regulação, pois seu mandato regulador cobria sobretudo as operações no mercado de capitais e, posteriormente, também o mercado de derivativos. Mais recentemente, com a Lei 10.303/2001, a CVM teve ampliada sua autoridade para englobar a regulação e a supervisão de toda a indústria de fundos de investimento.

Dentro desta estrutura de regulação e fiscalização do sistema financeiro, vale a pena mencionar um ponto relevante sobre os limites da regulação no Brasil. Como se sabe, a legislação brasileira permite que uma instituição financeira possa se organizar sob o formato de banco múltiplo, operando várias “carteiras” de negócios, e também que uma “holding” financeira possa controlar um conjunto de subsidiárias financeiras não-bancárias. Um conglomerado financeiro assim constituído pode centralizar em um mesmo grupo desde as operações de um banco comercial clássico, responsável pela captação de depósitos à vista do público, até as transações de bancos de investimento e/ou de corretoras de valores, que negociam em mercados sujeitos a maiores níveis de risco. Todas as instituições pertencentes a um conglomerado estão, portanto, sujeitas à supervisão do Banco Central e da CVM, nas suas competências privativas.

A contrapartida deste arranjo organizacional é que um único conglomerado pode abrigar um conjunto de riscos diferentes, como riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, de reputação, etc. os quais não são necessariamente independentes uns dos outros, sobretudo em situações de turbulências nos mercados financeiros, como as que presenciamos recentemente fora do país. Além disso, dependendo de seu tamanho e de seu grau de inter-relacionamento com outros conglomerados, dificuldades de um grupo podem colocar em risco a estabilidade do sistema financeiro.

Como resultado deste tipo de modelo institucional, em princípio, pelo menos, o perímetro da regulação e da supervisão no Brasil é completo, no sentido de abranger o conjunto das instituições financeiras autorizadas a funcionar e, por conseguinte, todas as operações realizadas nos mercados monetário, financeiro, de capitais, de câmbio e de derivativos. Além disso, esse perímetro não é necessariamente rígido, podendo experimentar expansão ou contração, dependendo do interesse público. Por exemplo, quando houve a necessidade de controlar, de maneira tópica, operações de empresas não-financeiras, como as companhias de “factoring”, estas foram incluídas de fato no radar dos supervisores, embora a legislação as considere como empresas dedicadas à atividade comercial.

Por último, vale lembrar que as bolsas, tanto de ações, quanto de derivativos, assim como os mercados de balcão organizados estão também sujeitos à regulação e supervisão das duas agências, Banco Central e CVM.

### **3. Política Monetária e Regulação: Conflito e/ou Cooperação?**

Conforme mencionado anteriormente, o Banco Central do Brasil responde pela execução da política monetária e pela regulação e supervisão do sistema bancário, ou seja, pelas funções de estabilização e de regulação. Existem argumentos favoráveis à centralização destas funções em uma única agência (não necessariamente no Banco Central), ou à sua separação em agências especializadas. No caso brasileiro, a convivência destas duas funções dentro de uma única agência reguladora, o Banco Central, foi um arranjo institucional eficaz, sobretudo no período de preparação e de implementação do Plano Real. De fato, naquele momento, o primado da estabilização macroeconômica dominava qualquer outro objetivo governamental, exigindo a centralização das decisões de política monetária e de supervisão em uma única agência, responsável tanto pela política anti-inflacionária, como pela estabilidade do sistema financeiro.

Este último objetivo – o de garantir a estabilidade do sistema bancário- foi alcançado através de duas linhas de atuação da autoridade monetária. A primeira efetivou-se através da criação de novos instrumentos de resolução de crises bancárias, além dos três mecanismos então existentes, isto é, a intervenção, a liquidação extra-judicial e o regime de administração especial temporária (RAET). No caso do sistema bancário privado, a possibilidade de contágio e de risco sistêmico, devido às dificuldades financeiras em três grandes bancos, logo após o Plano Real, foi evitada com a implementação do Programa de Estímulo à Reestruturação do Sistema Bancário (PROER) em 1995. Havia ainda os problemas financeiros dos maiores bancos estaduais, protagonistas de recorrentes crises de liquidez que coincidiam com o ciclo eleitoral nos estados e que traziam risco à política monetária, dado o acesso que os mesmos tinham ao financiamento do Banco Central para cobrir déficits quase-fiscais de seus acionistas controladores. Esses problemas foram equacionados graças à iniciativa conjunta Tesouro Nacional e do Banco Central, quando adotaram o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES), em 1996.

A segunda linha de atuação para fortalecer a confiança nos bancos e evitar a fuga de depositantes foi a ampliação da “rede de segurança” do sistema bancário, com a criação do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), em 1996, um mecanismo de proteção aos credores dos bancos, principalmente os pequenos depositantes, na eventualidade de insolvência das instituições bancárias.

As duas iniciativas, a dos programas PROER/PROES e a do FGC, visavam aperfeiçoar o que pode ser chamado de macro-regulação do sistema bancário, mitigando a ocorrência do risco sistêmico, em uma situação na qual uma eventual insolvência do sistema bancário poderia colocar em risco a continuidade do programa de estabilização monetária lançado em 1994.

Paralelamente à consolidação da estabilidade monetária, ocorreram também vários aperfeiçoamentos no sistema de regulação bancária, adaptando-o às diretrizes emanadas do Banco de Compensações Internacionais (BIS), dentro daquele conjunto de normas micro-prudenciais que passaram a ser conhecidas por regras de Basileia. No início, as instituições bancárias foram obrigadas a manter requisitos de capital para suportar os riscos de crédito, atendendo às exigências de Basileia I. Posteriormente, exigências de capital foram também instituídas para riscos de mercado e outros tipos de riscos, seguindo as normas de Basileia II. Neste sentido, portanto, as normas prudenciais brasileiras parecem estar alinhadas às práticas recomendadas pelos organismos internacionais de regulação e de supervisão bancária.

O efeito da recente crise financeira internacional sobre a economia brasileira foi o evento que colocou novamente na agenda a questão da coexistência da política monetária com a estabilidade do sistema financeiro em geral, e das instituições bancárias em particular. Como se sabe, logo após a falência do Lehman Brothers, as turbulências no mercado global de crédito determinaram um estancamento súbito nos fluxos de capitais privados para os países emergentes em geral, que também afetou o Brasil. O efeito mais visível da retração nos fluxos financeiros internacionais foi a inevitável desvalorização da taxa de câmbio. No entanto, um impacto menos conhecido ocorreu com a retração na captação externa de novos recursos e com a rolagem das obrigações em moeda estrangeira por parte de bancos pequenos e médios. Algumas destas instituições haviam recorrido ao mercado internacional de crédito através do lançamento de títulos, para se beneficiar da situação de abundante liquidez neste mercado. No cenário de crise financeira, as dificuldades de rolagem das posições em moeda estrangeira acabaram produzindo também um travamento nas operações no mercado interbancário doméstico, onde tais bancos efetuavam a maior parte de sua captação de curto-prazo para o financiamento de suas operações de crédito, de prazo mais longo. Este descasamento afetou a estabilidade dos bancos pequenos e médios, colocando em risco, portanto, o subconjunto de instituições bancárias de menor porte.

Pode-se argumentar que a execução da política monetária no regime de metas de inflação seria pouco afetada pela eventual instabilidade em um segmento relativamente reduzido do mercado bancário, em termos de ativos e dos recursos captados junto ao público. Da mesma forma, parece improvável que estas dificuldades localizadas pudessem contaminar o conjunto dos bancos, provocando, através do risco sistêmico, a insolvência do sistema bancário. De uma forma ou de outra, a Autoridade Monetária preferiu não correr riscos e colocou em operação um conjunto de medidas focadas na resolução dos problemas de liquidez dos bancos pequenos e médios. Estas decisões envolveram a utilização do depósito compulsório como instrumento de política monetária, sem nenhuma mudança nos mecanismos operacionais de fixação da taxa básica de juros no regime de metas de inflação. As medidas então implementadas consistiram na elevação do valor dos depósitos à vista dedutível para fins de recolhimento compulsório; na alteração do regime de compulsório para estimular a compra de operações de crédito de bancos pequenos e médios; na mudança nos recolhimentos sobre depósitos a prazo; na postergação no cronograma

de recolhimentos sobre operações de captação de empresas de “leasing” e na autorização para que o Banco Central possa realizar operações de redesconto às instituições bancárias com garantias reais ou fidejussórias.

Entretanto, não se pode afirmar que estas medidas de redução dos depósitos compulsórios não tiveram nenhum impacto na política monetária. O fato é que a liberação de reservas bancárias, em consequência daquelas decisões, provocou, muito provavelmente, *coeteris paribus*, uma redução na taxa Selic efetiva em relação à taxa-meta estabelecida pelo COPOM. A absorção destas reservas excedentes exigiu uma atuação do Banco Central na venda de títulos públicos, aumentando desta maneira o estoque de dívida pública em poder do mercado, que foi a contrapartida da liberação dos recolhimentos compulsórios.

Finalmente, há que mencionar as medidas de incentivos à participação dos bancos públicos federais (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) na aquisição de participações acionárias no capital de bancos privados e a ampliação da “rede de segurança” administrada pelo FGC. Com efeito, esta última instituição passou a ter um papel mais destacado nas operações de cessão de crédito. Além disso, criou-se uma apólice de seguro de crédito com valor bem mais elevado do que os montantes garantidos normalmente pelo FGC, o DPGE (depósito a prazo com garantia especial). Este seguro garante os valores depositados nos bancos até o limite de R\$ 20 milhões, financiado mediante o pagamento de um prêmio adicional de seguro de crédito pelas instituições captadoras. Ao que tudo indica, esta última decisão conseguiu estabilizar a captação de recursos dos bancos pequenos e médios, especialmente junto a investidores institucionais.

#### **4. Conclusão**

Este texto tratou resumidamente de dois episódios na história econômica recente do país quando ocorreu um potencial conflito entre o objetivo de política monetária, focado na estabilidade macroeconômica, e o objetivo de regulação prudencial de preservar a solvência e a liquidez do sistema bancário. Em ambas as situações, garantiu-se o primado da estabilização macroeconômica, ficando a regulação prudencial encarregada de preservar a estabilidade do sistema bancário.

No primeiro episódio, ocorrido logo após a implantação do Plano Real, a ameaça de risco sistêmico, com uma possível insolvência do sistema bancário, foi tratada através da criação de dois novos programas oficiais de resolução de crises bancárias, voltado o primeiro para o segmento de grandes bancos privados, e o segundo para o conjunto dos maiores bancos públicos estaduais. Pode-se dizer que ambos os programas contribuíram, em primeiro lugar, para fortalecer o sistema bancário privado, permitindo-o enfrentar as sucessivas crises que ocorreram desde então e, em segundo lugar, para aumentar a eficiência da política monetária, reduzindo o componente político nas decisões voltadas à sobrevivência dos maiores bancos estaduais.

O episódio mais recente afetou o segmento dos bancos pequenos e médios que embora não representasse risco algum para o sistema bancário, pelo tamanho dos bancos, poderia ser enquadrado, de acordo com o texto do ICMB<sup>2</sup>, naquele conjunto de “instituições sistêmicas como parte do rebanho”: individualmente pequenas, mas que podem mover-se juntas como parte de um grupo maior, causando risco sistêmico. Os efeitos do choque externo foram atenuados por uma combinação de mudanças nos instrumentos de política monetária (liberação de recolhimentos compulsórios) com a ampliação da rede de segurança do sistema financeiro (alterações no FGC).

Nos dois episódios, manteve-se o primado da estabilidade monetária sobre a estabilidade do sistema financeiro. Em outras palavras, entre flexibilizar ou tornar menos restritiva a política monetária para evitar problemas com alguns bancos, preferiu-se manter a política monetária e tratar dos problemas bancários com instrumentos de regulação e supervisão. Para lidar com o segundo objetivo, ampliou-se a rede de proteção aos depositantes do sistema bancário e aperfeiçoaram-se os instrumentos de resolução de crises bancárias. Em linhas gerais, pode-se afirmar que o sistema bancário brasileiro tem reagido bem às recentes turbulências internacionais, o que confirmaria o acerto das mudanças efetuadas pelas autoridades regulatórias.

Por último, resta mencionar uma questão em aberto e que não é objeto do presente texto. Ela tem a ver com a emergência do risco moral no atual contexto de uma regra monetária voltada à estabilidade de preços e de um ambiente regulatório responsável pela redução do risco sistêmico. Somente a experiência dirá se tal arranjo institucional é também suficientemente robusto para evitar a recorrência de crises bancárias derivadas da pressuposição de que sempre haverá um prestador de última instância pronto a resgatar o sistema bancário, com o dinheiro dos contribuintes.

---

<sup>2</sup> International Center for Monetary and Banking Studies, “The Fundamental Principles of Financial Regulation” Preliminary Conference Draft, Geneva Reports on the World Economy 11, CEPR, Janeiro de 2009.

## O *Federal Reserve Board* e a Saúde do Sistema Bancário

Ana Carolina Freire  
Thomas Wu

### 1. Introdução

A crise financeira expôs uma importante assimetria na capacidade do *Federal Reserve Board* (Fed) de garantir a saúde do sistema bancário. Em primeiro lugar, o Fed não tem autoridade para coletar informações diretamente de todas as instituições envolvidas no sistema de forma a poder se certificar de que excessos não estejam sendo cometidos. Em segundo lugar, caso acredite que algum excesso esteja sendo cometido, o Fed não tem como exigir de todas essas instituições uma postura mais prudente. Porém, caso os excessos de fato ocorram e acabem gerando situações de iliquidez ou até de insolvência potencialmente perigosas ao sistema, o Fed possui autonomia para socorrer as instituições, na condição de prestador emergencial de última instância.

### 2. A Capacidade do Fed de Garantir a Saúde do Sistema Bancário é Assimétrica

O Fed possui liberdade para obter informações ou para impor maior cautela apenas sobre as atividades das instituições das quais ele é o supervisor e o regulador direto. Qualquer companhia que controle um banco deve se registrar como uma *Bank Holding Company* (BHC) e se submeter à supervisão do Fed. Mas apesar de ter poderes sobre a *holding*, esses poderes não se estendem automaticamente sobre as subsidiárias que a *holding* controla, nem mesmo sobre o próprio banco que confere à *holding* o status de uma BHC. Bancos podem ser nacionais ou estaduais. Os bancos nacionais são regulados e supervisionados pelo *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC). No caso dos bancos licenciados pelo estado, apenas aqueles que optam por serem membros do *Federal Reserve System* são supervisionados pelo Fed. Os bancos estaduais não-membros ficam sob a responsabilidade do regulador federal residual, o FDIC.<sup>1</sup>

Existem ainda brechas no sistema regulatório que permitem que algumas instituições recebam depósitos de clientes, concedam empréstimos e sejam seguradas pelo FDIC, mas não sejam classificadas como bancos. Essas instituições, que praticamente atuam como bancos comerciais, não estão sob a supervisão do Fed, mas sim do FDIC. Seus controladores, na medida em que não precisam se registrar como uma BHC, também se veem livres da supervisão do Fed. Esse é o caso das *Thrift Holding Companies*, que são supervisionadas pela *Office of Thrift Supervision* (OTS), das controladoras de *Industrial Loan Companies* e de algumas *Credit Card Banks*.

---

<sup>1</sup> Para termos uma idéia, em 31 de março de 2009, existiam nos Estados Unidos 1,766 bancos com ativos consolidados superiores a US\$ 300 milhões. Desse total, 477 eram bancos nacionais. Dos 1,299 bancos estaduais restantes, apenas 293 eram membros do *Federal Reserve System*.

Se, por um lado, a capacidade do Fed de evitar os excessos em momentos de euforia é limitada, o mesmo não se pode dizer sobre sua autonomia para socorrer o sistema nos momentos de crise. Na verdade, o poder de socorro do Fed não se restringe apenas às instituições bancárias. A seção 13(3) do *Federal Reserve Act* permite que, com o voto afirmativo de pelo menos cinco de seus membros, o Fed libere empréstimos sob circunstâncias emergenciais a qualquer indivíduo, sociedade ou corporação. Cabe ao Fed apenas se certificar de que os empréstimos estejam satisfatoriamente garantidos e comprovar que o tomador não esteja tendo acesso adequado a crédito no sistema bancário.

### 3. A Taxa de Juros Também não é um Instrumento Adequado para o Controle dos Excessos

Alguns podem argumentar que, dados os limites existentes no arcabouço regulatório, o Fed poderia ter recorrido a outro instrumento para evitar parte dos exageros que contribuíram para a crise: a taxa de juros básica. Fizemos então um exercício para avaliar a eficácia da política monetária como um mitigador dos movimentos dos preços de ativos financeiros. Nesse exercício, estimamos os efeitos das surpresas nas decisões para a taxa de juros do Fed, do BOE e do ECB sobre os preços dos ativos financeiros nos EUA (S&P 500), Inglaterra (FTSE 100), Alemanha (DAX) e França (CAC 40), no período entre 2000 e 2009.

Tabela 1

**Efeito de surpresas positivas e negativas na taxa de juros sobre o preço de ativos**

	EUA		Inglaterra		Alemanha		França	
	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor	Coef.	P-Valor
Surpresa positiva	-0.15	0.98	-0.97	0.67	3.69	0.46	3.39	0.23
Surpresa negativa	-7.95	0.01	4.52	0.01	-8.19	0.00	-6.65	0.08

Nota: coeficientes obtidos através de regressões individuais, utilizando como variável dependente a variação diária do índice de bolsa de valores de cada país. As variáveis explicativas incluem surpresas nas decisões do comitê de política monetária para a taxa de juros básica e defasagens da variável dependente. A amostra considera os dias das reuniões ordinárias do comitê de política monetária entre 2000 e 2009. O p-valor associado a cada coeficiente é calculado a partir de desvios-padrão robustos a heterocedasticidade e autocorrelação (HAC).

Para cada um desses índices de bolsa, regredimos sua taxa de variação diária nas datas da reunião do comitê responsável pela política monetária naquele país contra as seguintes variáveis: a diferença entre a decisão efetiva e a esperada<sup>2</sup>, e defasagens da variável dependente. Note que nossa variável explicativa é a surpresa e não a decisão em si. Essa distinção é relevante visto que o efeito da parte esperada do movimento de juros já foi precificado, quando este se tornou consensual. Com a finalidade de

<sup>2</sup> Utilizamos como valor esperado o consenso da Bloomberg, dado pela mediana das expectativas dos analistas que participam do seu *survey*.

testarmos a hipótese de que o efeito dos choques monetários seria assimétrico, separamos as surpresas entre positivas e negativas.

Os resultados são apresentados na **Tabela 1** e confirmam a assimetria. Juros mais altos que o esperado não apresentaram efeitos significativos sobre nenhum dos mercados de ativos. Decisões de política monetária que surpreenderam para o lado *dovish*, porém, foram capazes de gerar valorizações estatisticamente significativas nos preços dos ativos. De acordo com os coeficientes estimados para os EUA, Alemanha e França, uma decisão do comitê de 25 bps abaixo do consenso de mercado estaria associada a uma valorização de 199 bps no S&P 500, de 205 bps no DAX e de 166 bps no CAC 40.

Esses resultados vão em linha com outros estudos da literatura que analisam a proposta de incluir preços de ativos financeiros como um terceiro objetivo a ser perseguido pela política monetária. Bernanke e Gertler (1999) e Posen (2006) são exemplos de estudos que não recomendam a reação a preços de ativos, desde que estes não afetem as expectativas de inflação. Em primeiro lugar, porque seria muito difícil, mesmo para o Banco Central, identificar se o aumento dos preços é justificado pelos fundamentos ou não. Além disso, ao perseguir a estabilidade nos preços de ativos, o Fed poderia enfrentar mais um *trade-off* na política monetária e acabar comprometendo seu desempenho em estabilizar a inflação e o nível de atividade. De fato, um exercício feito por Assenmacher-Wesche e Gerlach (2008) sugere que o custo de usar juros no combate a bolhas pode ser muito alto. Os autores analisam o impacto de choques monetários sobre a evolução dos preços de residências e de ativos financeiros em 17 países da OECD entre 1986 e 2006. Eles concluem, entre outras coisas, que para se reverter uma bolha de 15% nos preços imobiliários é necessário um aumento de juros que custaria cerca de 5% do PIB<sup>3</sup>.

#### **4. Assimetrias Geram *Moral Hazard* e Devem Ser Eliminadas**

Uma atuação assimétrica da autoridade monetária nas diferentes fases do ciclo financeiro, seja por culpa de limitações do arcabouço regulatório, seja por causa da falta de instrumentos adequados, acentua a prociclicidade nos preços dos ativos. A percepção de que é mais fácil para a autoridade monetária socorrer as instituições bancárias em momentos de crise do que obrigá-las a serem mais cautelosas em momentos de euforia faz com que os agentes não internalizem integralmente os custos impostos à sociedade pelos seus erros de julgamento. Dessa forma, consideramos a proposta para a reforma regulatória do sistema financeiro dos EUA apresentada pelo *U.S. Treasury* como promissora no sentido de tentar tornar o comportamento do Fed mais simétrico.

As propostas relacionadas às mudanças que ditam a postura do Fed nos períodos de normalidade encontram-se na seção I da publicação. Nesta parte, é sugerida uma ampliação dos poderes do Fed para além das BHC's. O Fed passaria a ser o supervisor

---

<sup>3</sup> Por outro lado, Cecchetti et al. (2000) e Filardo (2004) concluem que Bancos Centrais deveriam responder a movimentos nos preços de ativos.

consolidado de qualquer instituição considerada uma Tier 1 FHC – grande, alavancada ou interconectada o suficiente para representar uma ameaça à estabilidade financeira em caso de falência – seja ela uma BHC ou não. Remover-se-iam também do *Gramm-Leach-Bliley Act* os pontos que limitam a liberdade do Fed de exigir informações mais detalhadas, examinar ou impor restrições sobre estas instituições e suas subsidiárias. No desempenho de seu papel como supervisor consolidado, o Fed receberia ainda o suporte do *Financial Services Oversight Council*, que seria presidido pelo Secretário do Tesouro e que teria como membro o próprio presidente do *Board of Governors*. Esse conselho seria criado para facilitar a coordenação e a troca de informações entre agências regulatórias, aconselhando o Fed na identificação das instituições que devem ser consideradas Tier 1 FHC's.

As diretrizes para a administração de crises financeiras são apresentadas na seção IV do relatório. As duas propostas apresentadas nesta parte têm o objetivo de balizar o uso de recursos públicos para salvar instituições financeiras à beira da falência. A proposta IV.B limitaria a atuação do Fed como prestador de última instância. Isso seria feito através de uma emenda na seção 13(3) do *Federal Reserve Act* que condicionaria a liberação de empréstimos feitos pelo Fed a uma aprovação prévia e por escrito do Secretário do Tesouro.

## 5. Conclusão

Gostaríamos de concluir ressaltando que, apesar das propostas sugeridas serem de fato promissoras no sentido de contribuir para o realinhamento entre os incentivos gerados pelo papel do Fed como supervisor e o comportamento do sistema financeiro, elas ainda estão em um formato bastante abrangente. Não estão definidos os critérios para determinar quais instituições ficarão sob a responsabilidade do Fed, e nem os critérios utilizados pelo Tesouro para aprovar os empréstimos de última instância. Dessa forma, um julgamento mais preciso da verdadeira eficácia da proposta só será possível quando maiores detalhes estiverem disponíveis.

## Referências Bibliográficas:

Assenmacher-Wesche, K. e Gerlach, S. (2008) “Can monetary policy really be used to stabilise asset prices?” Texto publicado no portal Vox em 12 de março de 2008.

<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/983>

Bernanke, B. e Gertler, M. (1999) “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Cecchetti, S. G.; Genberg, H. e Wadhvani, S. (2002) “Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework”, NBER Working Paper No. 8970.

Filardo, A. (2004) "Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade-Offs", BIS Working Paper No. 155.

Posen, A. S. (2006) "Why Central Banks should not burst bubbles", Working Paper 01/06, Institute for International Economics, Washington D.C.

## **Riscos de Contraparte e Intermediação Financeira: Lições da Crise e Alternativas para Mitigá-los**

André d'Almeida Monteiro

### **1. Introdução**

No epicentro da maior crise financeira global vivida desde os anos de 1930 está o risco de contraparte. Por risco de contraparte entende-se a perda potencial gerada pelo descumprimento parcial ou total da contraparte em um contrato. O risco de contraparte inclui, por exemplo, o risco de crédito. Dentre os originadores deste tipo de risco, os intermediários financeiros nos mercados norte-americanos tiveram papel de destaque. O pânico que se instalou nos mercados financeiros ao redor do mundo em setembro e outubro de 2008 pode ser atribuído em boa dose aos riscos de contraparte gerados por estas instituições nos serviços prestados nos mercados de balcão de derivativos e de custódia de ativos. Estes riscos, entretanto, não deveriam surpreender, já que eles sempre estiveram presentes.

As falhas na gestão de riscos em todos os níveis da organização econômica (famílias, empresas, mercados e governos) foram enormes e deveriam apontar as direções das reformas necessárias nos principais sistemas financeiros mundiais – em particular, nos EUA. O governo norte-americano deu dois passos importantes em direção à reforma regulatória. O primeiro foi a divulgação do Plano Geithner, em junho último. Apesar de esboçar direções corretas para abordar alguns dos problemas que serão analisados neste texto, o Plano deixa importantes lacunas abertas e não atinge a raiz de relevantes aspectos do risco de contraparte. O segundo passo, dado em agosto, foi a elaboração do projeto de lei para regular os mercados de derivativos de balcão.

Este artigo trata dos riscos de contraparte envolvidos nas operações de custódia de ativos e de derivativos em mercados de balcão. Ele é dividido em quatro seções. A primeira seção identifica a origem comum destes riscos, apesar de serem característicos de mercados diferentes, e estabelece as diretrizes que deveriam ser utilizadas para mitigá-los. A segunda seção dedica-se a esmiuçar os riscos presentes nos serviços de custódia, comentar as propostas do governo norte-americano sobre estes e propor alternativas para reduzi-los. A terceira seção faz o mesmo trabalho para os serviços prestados nos mercados de balcão de derivativos. A quarta seção conclui o artigo.

### **2. Origem Comum dos Riscos e Diretrizes para Mitigá-los**

Desde o advento da primeira medida de risco, o *Value-at-Risk*, em 1995, as crises financeiras têm revelado erros grosseiros na administração de riscos. Cada crise, por seu turno, foi dominada por diferentes elementos da gestão de risco – que eram estudados na teoria e conhecidos na prática – mas que, por alguma razão, foram desconsiderados. A crise da Ásia em 1997 lembrou que modelos de previsão de

volatilidade não podem ser empregados para quantificar e prevenir perdas relevantes geradas por movimentos extremos dos preços de ativos. O colapso do LTCM em 1998 ressaltou dois outros pontos. Primeiro, o monitoramento de risco pode estar completamente equivocado se a liquidez dos ativos não for considerada. Segundo, reputação e histórico favoráveis não evitam desastres (“síndrome do LTCM”). Em 2002, Enron e WorldCom alertaram para a presença constante do risco de fraude.

Falhas na gestão de riscos de contraparte de todos os agentes econômicos dominaram esta crise. Seus acontecimentos salientaram que este tipo de risco existe e não pode ser tratado como nulo, qualquer que seja a contraparte.

O risco de contraparte se manifestou e se materializou em perdas em todas as fases da crise. O gatilho da crise em 2007 foi o risco de crédito das hipotecas de segunda linha nos EUA. Quando a liquidez interbancária nos EUA reduziu-se substancialmente e levou o Fed a lançar o *Term Auction Facility* (TAF), em dezembro de 2007, ali estava a aversão ao risco de crédito de bancos para com bancos. Em setembro de 2008, o colapso da Lehman Brothers gerou enormes perdas nos mercados de derivativos por conta da materialização dos riscos de contraparte. Nas semanas seguintes, investidores ao redor do globo tiveram medo de perder suas ações e títulos custodiados em instituições cujas solvências ficaram sob suspeita. Se um grande custodiante tivesse falido, as perdas teriam sido provavelmente superiores àquelas geradas pela Lehman Brothers.

Apesar de assolarem dois mercados bem diferentes, estes riscos têm origem comum, uma variante de uma questão fundamental da organização de qualquer sistema financeiro: segregação de funções. Nos EUA, é uma questão pelo menos tão antiga quanto a Grande Depressão. Foi do debate das causas e propagadores deste evento que surgiu a lei Glass-Steagall, em 1933. Além de criar o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), a lei segregou as atividades de banco de investimento e de banco comercial. A idéia principal era evitar que os recursos depositados pelo público nos bancos fossem colocados em risco pelas atividades de investimentos nos mercados típicos de atuação de banco de investimentos. Esta vedação caiu em 1999, na esteira da desregulamentação, por meio de outra lei, a Gramm-Leach-Bliley.<sup>1</sup>

A variante que se manifesta hoje na crise de crédito, 75 anos depois, é a segregação entre as atividades de prestação de serviços e de investimentos. Naturalmente, existem argumentos a favor da superposição de atividades que fazem sentido para as empresas envolvidas. Sob o ponto de vista sistêmico, entretanto, é nítido que a segregação torna o sistema mais seguro e evita conflitos de interesses.

Por conta da ausência da segregação de atividades, diversas instituições utilizam as garantias requeridas por elas como intermediárias nos mercados de derivativos e de custódia de ativos para gerar ganhos, seja em outras atividades de intermediação, seja como fonte de financiamento para seus investimentos. Para tanto, foram criados

---

<sup>1</sup> A partir deste novo marco legal, bancos comerciais ganharam a permissão de, por exemplo, emitir e negociar *mortgage-backed securities* (MBSs) e *collateralized debt obligations* (CDOs) e fazer uso dos *structured investment vehicles* (SIVs).

contratos assimétricos que geram riscos de contrapartes muito grandes e desnecessários a seus clientes.

Os acontecimentos vistos nesta crise oferecem provas irrefutáveis de que estes riscos de contraparte são de natureza sistêmica e deveriam, portanto, ser tratados sob a administração de riscos sistêmicos. As diretrizes para mitigá-los não são novas, derivam das boas práticas da administração de riscos, e inspiraram as propostas específicas que serão apresentadas ao longo deste artigo:

- As principais atividades exercidas nos mercados financeiros deveriam ser segregadas;
- Colaterais não deveriam ser utilizados para criar riscos no sistema;
- Colaterais deveriam gerar o mínimo de risco de contraparte para o investidor;
- Contratos que se multiplicam pela economia envolvendo partes com poder de barganha diferente deveriam ser regulados a fim de evitar assimetrias.

A crise atual já foi capaz de estender a definição tradicional de risco sistêmico para incluir o risco de falha de alguma instituição com potencial de desestabilizar o funcionamento do sistema, independentemente de sua natureza. Daí surgiu o termo de “instituição sistematicamente importante”. É preciso dar um passo adiante e adicionar outra dimensão na análise, além de instituição. De forma mais genérica, risco sistêmico pode ser definido como risco de falhas que podem colocar o sistema financeiro em perigo. As fontes destas falhas podem ser uma instituição em particular ou cláusulas contratuais e procedimentos similares espalhados pelo mercado. Desta forma, teríamos a expressão “cláusula e procedimento sistematicamente importantes”. Uma implicação saudável desta abordagem sobre risco sistêmico é que ela traz para um campo macro preocupações originalmente micro.

Assim, é necessário analisar cada linha dos contratos e os fluxos operacionais que destes derivam para identificar as fontes geradoras de risco e mitigá-las, seguindo as diretrizes apontadas acima. Este é o objetivo das duas próximas seções.

### **3. Custódia de Ativos**

De forma genérica, custódia é a atividade de guardar e exercer os direitos de títulos e valores em nome de terceiros. A atividade puramente de custódia em contas segregadas nos EUA não gera risco de contraparte (exceto fraude). O risco emerge devido ao acoplamento de atividades de empréstimo em atividades de custódia. Dentre estas atividades, a mais relevante é o empréstimo de ativos para venda a descoberto.

Ao tomar emprestado um ativo de uma instituição para vender a descoberto, o investidor precisa depositar dois colaterais. O primeiro tem valor igual ao do empréstimo e por razões regulatórias tem que ser depositado em dinheiro vivo. É a garantia do principal para a instituição enquanto o investidor não compra o ativo e entrega a ela de volta.

Como a atualização do valor do colateral para proteger o principal é feita com atraso de um dia, a variação diária de preço do ativo é um risco a mais para a instituição. Se o preço do ativo subir muito de um dia para o outro, o investidor pode não ter os recursos suficientes para comprá-lo. Para mitigar este risco, a legislação permite que a instituição doadora requeira um segundo colateral.

Esta segunda garantia, por seu turno, pode ser coberta por uma boa variedade de ativos da própria carteira do investidor – não somente dinheiro vivo. Os termos da garantia são escritos de tal forma que a instituição tem direito de negociar estes ativos. O que torna este tipo de contrato muito comum nos EUA é que lá o ativo está registrado em nome do custodiante. No Brasil, ao contrário, o ativo está registrado no nome do proprietário, o que torna a cessão fiduciária muito mais delicada.

Aqui está a origem do risco de contraparte: a legislação entende que a instituição tem a posse do ativo, uma vez que ela tem o direito de negociá-lo. Desta forma, o investidor é um credor quirografário da instituição, de forma que ele não tem prioridade no processo de falência – irá concorrer por recursos da massa falida.<sup>2</sup> Como os ativos emprestados se cancelam em valor com o colateral do principal, este último não gera risco de contraparte para o investidor.

Ponto fundamental do arranjo deste mercado é que ele é dominado por poucas instituições: os *prime-brokers*. Este tipo de serviço, oferecido por bancos e corretoras, surgiu no mercado norte-americano em meados da década de 1970. Seu apelo está em oferecer serviços de liquidação, custódia e relatórios centralizados para seus clientes, enquanto estes operam com diversas contrapartes. Desta forma, o cliente eleva sua eficiência na operação e reduz seus custos fixos. No início, os serviços abrangiam apenas ações norte-americanas. No decorrer dos anos, porém, englobaram também títulos e ativos emitidos em outros países. Seus principais clientes são os *hedge funds*.

É possível, então, mapear o fluxo de ativos na rede que permeia estes serviços. Um fundo contrata os serviços de um *prime-broker* (PB), o que inclui a custódia de seus ativos. O fundo, então, toma emprestados ativos para vender a descoberto e usa os ativos de sua carteira como colateral. Por conta desta operação, o PB pode emprestar os ativos postos como colateral a outros fundos.

A estrutura de funcionamento acima é repleta de problemas sob o ponto de vista sistêmico. Os riscos de contraparte estão concentrados em poucas instituições. A falência de uma destas (causada por suas atividades de investimentos) gera enormes perdas diretas para seus clientes e indiretas para o sistema. Assim, o conflito de interesse entre as funções exercidas pelo PB nasce naturalmente. Além disso, os empréstimos dos ativos postos como colateral de empréstimos produzem mais riscos no sistema. O que gera grau excessivo de alavancagem.

Como a venda a descoberto requer centralização pelo lado da oferta, a existência de contrapartes que prestem este serviço é útil. É inevitável que estas estejam de alguma forma próximas de atividade de custódia, de onde saem os ativos para os

---

<sup>2</sup> O termo técnico em inglês vai direto ao ponto: *unsecured creditor*.

empréstimos. A redução do risco requer restrições sobre o uso dos ativos dados em garantia e a redução do risco de contraparte de quem os mantém em custódia. O arranjo mais seguro, portanto, seria a criação de uma câmara de liquidação e custódia para a atividade de empréstimos de ativos. Esta câmara deveria ser uma empresa com atividade restrita à prestação de serviços. Desta forma, os PBs poderiam continuar a ser “centrais de empréstimos”, mas as garantias destas operações não poderiam ser utilizadas para outros fins e ficariam custodiadas em outra instituição.

Infelizmente, o Plano Geithner é omissivo com relação aos problemas discutidos nesta seção e não há evidências, até agora, de iniciativas autônomas do setor privado para abordá-los. É difícil pensar em alternativas menos ambiciosas para mitigar estes riscos dentro do formato de negócios atual, sem afetar a oferta de ativos para o mercado de empréstimos.

#### **4. Derivativos de Balcão**

Os mercados de balcão de Nova York negociam uma grande variedade de derivativos, com ativos subjacentes pertencentes a todas as classes de ativos e ligados a uma enorme quantidade de países. Por isto, atraem investidores do mundo inteiro.

Um derivativo de balcão é um contrato bilateral entre uma parte, um investidor que vem ao mercado, por exemplo, e uma instituição que atua com se fosse um provedor de liquidez em um mercado organizado (em geral, bancos e corretoras). Em um contrato típico, as fontes de risco de contraparte são o colateral e o resultado não-realizado. A instituição define o colateral da operação e o investidor deposita-o na própria instituição. Contratualmente, o investidor aceita que estes recursos possam ser utilizados nas atividades de investimento da instituição.

Ao longo da vida da operação, o investidor tem que pagar os resultados da marcação a mercado, se estes lhe são desfavoráveis. Já a instituição não está sujeita a este procedimento se o resultado lhe é desfavorável. Quando o investidor fecha a operação, adquirindo uma posição na direção oposta à inicial com a mesma contraparte, o colateral é liberado e ele pode reavê-lo. Se o resultado da marcação a mercado é favorável ao investidor, a instituição não necessariamente é obrigada a fazer o pagamento.<sup>3</sup> Daqui resulta o risco de resultado não-realizado: ele é um crédito contra a instituição que finda na data de vencimento do contrato inicial.

O seguinte exemplo ilustra este ponto. O fundo faz um contrato de futuro de uma taxa de câmbio com vencimento para daqui a dois anos com um certo banco. Seis meses depois, o resultado é favorável ao fundo e ele decide fechar a operação. O colateral é devolvido ao fundo, mas o banco só irá pagar o resultado a ele na data de vencimento do contrato, daí a um ano e meio.

---

<sup>3</sup> Isto depende do tipo de derivativo negociado.

Em um cenário de falência da instituição, a probabilidade de o investidor não receber a margem de garantia e o resultado não-realizado é muito alta. O investidor é, mais uma vez, um credor quirografário da instituição falida.

No início dos anos 2000, os PBs estenderam seus serviços para os mercados de derivativos de balcão. De fato, eles não são a causa primária do risco de contraparte em questão, já que estes são gerados por qualquer contrato padrão de derivativos. O problema que eles geram nestes mercados é a concentração dos riscos de contraparte. A Lehman Brothers era um dos mais importantes PBs de derivativos.

A mais segura e mais eficiente organização para o funcionamento destes mercados seria um conjunto de bolsas equipadas com câmaras de liquidação.<sup>4</sup> O Plano Geithner deixa clara sua preferência por este arranjo. O projeto de lei objetiva organizar estes mercados segundo as linhas gerais discutidas no Plano. Críticas à parte, esta é a primeira tentativa para regular o mercado de derivativos de balcão nos EUA.

É perfeitamente razoável questionar se e quando o mercado de balcão migrará para mercados organizados, conforme propõe o projeto de lei. Apesar do projeto propor migração mandatória, existem vulnerabilidades que podem tornar tal obrigatoriedade inócua na prática. A maior delas é que a obrigatoriedade recai apenas sobre derivativos considerados padronizados. A definição de derivativo padronizado tem forte componente subjetiva e foi deixada em aberto para discussão no decorrer do processo legislativo. É prudente, então, encontrar soluções alternativas para mitigar o risco de contraparte dentro da plataforma atual de negociação.

Assim como no caso dos empréstimos de ativos, os riscos comentados acima não são essenciais à operação em si. O resultado não-realizado e o colateral, depositado por ambas as partes, deveriam ser geridos por uma terceira parte. Esta teria as funções de agente de liquidação e custódia, manteria os recursos em uma conta segregada e cuidaria para que a execução da garantia seguisse as condições pré-determinadas contratualmente. Tal contrato tripartite existe no mercado norte-americano e é utilizado por alguns investidores institucionais, por exigência regulatória, e por investidores comuns, em alguns tipos de transações que demandam garantias.

É possível reduzir ainda mais o risco gerado pelo resultado não-realizado. Na verdade, para diversos tipos de derivativos não há necessidade de acumular resultados. Seu montante financeiro poderia ser reduzido substancialmente se os contratos fossem reestruturados para acomodar ajustes diários, pagos pelos dois lados envolvidos na operação. Um efeito positivo indireto desta reestruturação seria a redução do colateral requerido, dado o encurtamento do período de tempo entre os pagamentos.

No esquema de negociação corrente, a operação com derivativos é listada nos livros internos da instituição e a confirmação da operação é enviada para o investidor. Seria mais seguro para o funcionamento dos mercados se o registro dos contratos em alguma central fosse mandatório. É essencial para qualquer ação de natureza sistêmica

---

<sup>4</sup> O universo de produtos é tão grande, que é razoável supor que apenas uma bolsa não seja capaz de realizar todo o trabalho.

saber quase que instantaneamente o volume agregado em risco e as instituições mais vulneráveis.

À primeira vista, supervisionar uma enormidade de contratos bilaterais seria muito oneroso para o órgão fiscalizador. A organização atual dos mercados de balcão, entretanto, favorece esta idéia: os pontos mencionados acima podem fazer parte do contrato padrão fornecido pela *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), entidade que congrega as instituições que agem como provedores de liquidez nos mercados de derivativos. Praticamente todos os derivativos de balcão são negociados sob as regras estabelecidas neste contrato guarda-chuva.

## 5. Conclusão

As sugestões apresentadas neste artigo visam aumentar a resistência do sistema financeiro internacional. Elas objetivam melhorar os mercados de balcão de derivativos e de empréstimos de ativos, eliminando riscos perigosos e desnecessários. Sua implementação não é complexa e tem como foco em apenas um país, os EUA. Finalmente, elas não sufocam a inovação financeira, nem solicitam a criação de mais agências regulatórias.

O Plano Geithner faz um bom diagnóstico dos riscos de contraparte nos mercados de balcão de derivativos e o projeto de lei busca a implementação regulatória baseada neste diagnóstico. Por outro lado, não há iniciativa alguma para abordar os riscos de contraparte nas atividades associadas à custódia. De fato, falta ao Plano uma perspectiva mais ampla sobre os riscos de contraparte gerados pela intermediação financeira e paradigmas para mitigá-los. É provável que uma grande oportunidade para eliminar riscos desnecessários (e mitigar os restantes) que rondam o sistema financeiro internacional não seja aproveitada em conformidade com a magnitude e extensão dos danos causados pela crise.

## Regulação dos *Fundos de Hedge*

João Cesar Tourinho

### 1. Introdução

Ao longo dos últimos 20 anos, paralelamente ao sistema bancário, dois novos segmentos se incorporaram ao sistema financeiro global. Os crescimentos acelerados dos *Fundos de Hedge* e da *Securitização* levaram a uma expansão não supervisionada de agentes que mais tarde se mostraram sistemicamente relevantes.

Apesar do começo tímido, onde somente investidores altamente qualificados adquiriam suas cotas, os *Fundos de Hedge* popularizaram-se nos últimos cinco anos, atingindo mais de US\$2 trilhões ao fim de 2007 e mais de uma dezena de milhares de gestores. Esta escalada acabou atraindo investidores menos qualificados, inclusive do varejo. *Fundos de Fundos*, e não apenas depósitos diretos, tornaram-se um negócio altamente lucrativo para os Bancos e suas áreas de *Private Banking*.



Uma miríade de estratégias complexas, dentre elas: *Equity Hedge*, *Long-Short*, *Equity Arbitrage*, *Convertible Arbitrage*, *CTA's*, *Double Alpha*, *Global Credit*, *EM Credit*, *Global Fixed Income*, *Multi Strategy*, etc. impuseram desafios e riscos aos mercados que passaram ao largo das autoridades reguladoras, permitindo que as atividades de custódia, gestão e administração pudessem se relacionar sob o comando de uma única pessoa ou organização.

Enquanto o sistema supervisor global reunia-se na Basileia e movia o sistema bancário em direção à maior necessidade de capital, através da Basel I e Basel II (1), o sistema “*shadow*” seguia livre para assumir riscos e atingir níveis de alavancagem impensados para o sistema bancário. Não é de se espantar que à luz de tanta restrição, o próprio sistema bancário encontrasse sua porta de saída através da securitização.

Conjugando a inovação financeira e o rápido crescimento da indústria de Fundos, os ativos securitizados passam a ser adquiridos não somente por Fundos de *Hedge*, mas também por “*Money Market Funds*” e “*Special Investment Vehicles*”, em final de 2008 atingem a marca de US\$ 8 trilhões. A partir da expansão para Notas Estruturadas, esses ativos, que inicialmente tinham como público os gestores sofisticados de Fundos, passam a ser vendidos também nos *Private Bankings*.

O interessante era que alguns reguladores viam com bons olhos este movimento de diluição de riscos, mas o que não esperavam era que uma crise financeira confirmasse que o prestador de última instância do “*Shadow Banking*” fosse o sistema bancário organizado. Desde então, conhecemos a história que estamos vivenciando nos últimos nove meses.

## 2. Os Riscos

Alinhar os interesses dos investidores, dos gestores e da sociedade deveria ser sem dúvida, o principal objetivo dos reguladores. Ocorre que, no modelo atual, os gestores possuem maior incentivo em tomar risco, visto que grande parte de sua remuneração passou a estar atrelada à taxa de performance, de modo que quanto maior o retorno obtido, maior a parcela de lucros a receber.

Entretanto, caso algo de errado ocorra e os retornos ou a liquidez se tornem um problema, os gestores possuem mecanismos criativos chamados de “*gate*”, “*side pocket*” e outros mais, que quando usados retêm os investimentos no Fundo, não permitindo que os mesmos voltem às mãos dos depositantes. Mesmo neste cenário, estes gestores continuam cobrando uma taxa de administração e sucesso, à revelia dos investidores.

Outras distorções são criadas pela cobrança de toda sorte de despesa, tais como viagens, sistemas de difusão de informação, consultorias e gastos ordinários da própria gestora, diretamente do próprio Fundo. Em estudos internos, bancos internacionais administradores de Fundo de Fundos identificaram gestores que chegam a apropriar-se de 60% do retorno do Fundo de *Hedge*, deixando aos investidores o risco e somente 40% do retorno.

O sistema bancário, por outro lado, beneficiado pela alta lucratividade produzida pelo pagamento de comissões na intermediação de títulos securitizados, ações, derivativos e moedas, além dos empréstimos compromissados, passou a agir como prestador de última instância, fazendo com que ao fim do dia o risco retorne para dentro do próprio sistema, quando é necessário prover liquidez a tão especiais clientes.

Logicamente, nem os Fundos de *Hedge* nem o “*Shadow Banking*” podem ser considerados os responsáveis exclusivos pela crise atual, mas a falta de regras adequadas que cubram estes importantes espectros do sistema financeiro permite a vigência de alta vulnerabilidade e acaba por comprometer o bom funcionamento do mercado de crédito.

### 3. A Regulação

Em junho último, o presidente Barack Obama divulgou sua proposta de reforma do Sistema de Regulação Financeira. Esta iniciativa decorre dos intensos debates travados nos últimos meses, impulsionados pela reunião do G-20 em abril.

A proposta trata de cinco importantes pontos, que sinteticamente buscam estabelecer uma robusta e compreensiva supervisão e regulação nos mercados e instituições financeiras. Suas diretrizes visam regular os derivativos de “balcão”, proteger os clientes e investidores de abusos financeiros e, finalmente, elevar os parâmetros internacionais de regulação e cooperação.

Estas ações podem vir a significar expressivas mudanças para o mundo dos Fundos de *Hedge*, começando com a requisição de que gestores sejam registrados na SEC (*Securities and Exchange Commission*), cuja reforma vem da mudança do “*Investment Advisers Act*”, de 1940. Adicionalmente, de todos os administradores de Fundos de *Hedge*, *Private Equity* e *Venture Capital*, ou de outros *pools* de ativos acima de \$50 milhões, serão requeridas informações financeiras auditadas, segregação de funções e outras ações que possam reduzir/eliminar riscos à estabilidade financeira.

Expandindo a cobertura da regulação sobre as diversas famílias de Fundos de *Hedge*, segue o compromisso do G-20, requisitando aos Fundos e a seus administradores que se registrem e divulguem apropriadamente as informações necessárias para que as autoridades financeiras possam acessar os riscos sistêmicos que estes participantes produzem individual ou coletivamente.

- Registro regular e periódico na SEC,
- Registro de ativos sobre gestão e métricas de mensuração de risco,
- Manutenção de livros e registro dos dados que possam ser necessários,
- Diversas informações sobre *ownership*, *beneficial owners*, *investment commitment*, *partnership*, etc.

Outras medidas que fazem parte do “*Hedge Fund Transparency Act*” (2), lei patrocinada pelos Senadores Grassley-Levin reformando a lei anterior “*Investment Company Act*”, também de 1940, requerem a participação dos administradores de Fundos de *Hedge* no combate à lavagem de dinheiro e transações suspeitas.

Finalmente, as ações das autoridades reguladoras e do congresso vão em direção a retirar o elevado grau de liberdade que a indústria de Fundos de *Hedge* possuía e não somente limitar o risco sistêmico.

Paralelamente às ações desenvolvidas nos EUA, também na Europa a regulação está em processo de reforma. A Comissão Européia (3) já desenhou regras para trazer para sua supervisão todos os fundos não padronizados. Assim, investimentos alternativos como Fundos Imobiliários, Fundos de Commodities e Fundos *Private Equity* passariam a ter uma única regulação, evitando que produtos deste tipo possam ser oferecidos ao varejo, como ocorre em alguns países. Esta oportunidade de eliminar as discrepâncias e distorções regulatórias não deveria ser perdida; afinal, a diferença entre os países membros dificulta uma supervisão consolidada e prudencial.

Com recursos de mais de €\$ 6 trilhões investidos em instrumentos coletivos (Fundos), a Europa atualmente possui duas diretivas de controle: UCITS (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*) (4), onde a versão UCITS IV foi aprovada em 13/01/2009 para implantação em 2011, e MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*).

A proposta em discussão incorpora outros elementos que apareceram com a crise, como a gestão de liquidez e a segregação de funções entre gestores, administradores e custodiantes, buscando aumentar a regulação e a transparência dos Fundos de *Hedge* e *“Private Equity”*. Afinal, o princípio prudencial, na maneira de organizar, conduzir, reportar e controlar a alavancagem destes investimentos não padronizados vem a ser o objetivo principal da Comissão Européia.

Apesar disso, a proposta de restringir o controle para fundos altamente alavancados é mais branda do que o que está em debate nos EUA. Na Europa, somente os fundos com ativos acima de €\$100 milhões com alavancagem ou com €\$500 milhões sem alavancagem seriam passíveis de regulação consolidada.

#### 4. O Debate

Neste campo, o Brasil pode ser um excelente exemplo a ser seguido pelos reguladores estrangeiros. No País há uma clara separação de funções para o exercício da gestão de investimentos. Gestor, administrador e custodiante assumem responsabilidades diferentes, mantendo a segregação dos investimentos e zelando pela real existência dos mesmos.

A existência de diversas categorias de Fundos permite que, através dos regulamentos correlatos, os investidores escolham com maior transparência em que tipo de fundo, risco e alavancagem estão dispostos a investir. A certeza de que a regulação local de Fundos somente permite que estes arquem com os custos atrelados à operacionalização dos mesmos tranquiliza os cotistas quanto à possibilidade de deduzi-los de sua rentabilidade.

Em muito pouco tempo, o Brasil deve experimentar um crescimento dos ativos securitizados, sendo as CCB's somente o início. Temos também os FIDC's e os Fundos Imobiliários com um enorme potencial para popularizar os investimentos em crédito.

Isso sem mencionar os derivativos de crédito (CDS), cuja popularização pode ser considerada somente uma questão de tempo.

Por enquanto, porém, estes ativos são incipientes no país, tornando a solução muito mais simples, comparativamente. Além disso, possuímos um arcabouço institucional representado pela BMF-Bovespa e Cetip, que atualmente já são os depositários de todas as operações de balcão e com a autorregulação tornam-se os pilares destes mercados.

## 5. Conclusão

Como proposta, me parece fundamental que tal como nos mercados futuros o cálculo de valor a mercado e o efeito “portfólio”, usados para requisição de margem nas bolsas, seja aplicado também para os ativos de “balcão”.<sup>1</sup> Deste modo, estaria sendo oferecido às autoridades reguladoras e supervisoras, Banco Central e CVM, acesso à informações relevantes para mensuração de risco sistêmico e também para o acompanhamento dos entes não bancários.

No âmbito internacional, a solução passa pela ação dos reguladores de cada país, em impor que recursos de investidores depositados no sistema bancário local, sejam ou não de domiciliados, só possam adquirir cotas de Fundos que sigam as regras prudenciais e de regulação instituídas em cada um destes países.

Adicionalmente, os reguladores poderiam limitar o nível de alavancagem dos Fundos de *Hedge*, de modo a mitigar o risco sistêmico, tal como fazem com o sistema bancário, buscando evitar assim casos como o LTCM (*Long Term Capital Management*), onde o excesso de alavancagem levou à quebra do Fundo. Outros casos ocorreram recentemente, comprovando que o evento de 1998 em nada serviu para aprendermos. Em 12/08/2009, foi enviado ao Congresso, pelo governo americano, medidas nesta direção. A proposta de regulação dos derivativos de balcão (5) busca trazer para a supervisão governamental mercados pouco regulados, que cresceram na esteira da inovação financeira, e hoje representam algo como US\$ 600 trilhões (6). Entre os produtos mais amplamente utilizados estão os “*Interest Rate Swaps*”, com algo como US \$420 trilhões, e os famosos “*Credit Default Swaps*”, próximos a US\$50 trilhões.

Na proposta, o governo americano espera aprovar uma regulação que permita:

- Impedir que atividades nestes mercados tragam riscos excessivos ao sistema financeiro;
- Promover a transparência e eficiência;
- Prevenir manipulação de mercado, “insider trading” e outras práticas não desejáveis;
- Impedir que derivativos de balcão sejam marcados de forma inapropriada por participantes de mercado não sofisticados.

---

<sup>1</sup> Ver o trabalho de André Monteiro nesta coletânea (nota do organizador).

Duas das mais poderosas ferramentas vêm a ser a obrigatoriedade de contratos minimamente padronizados e a utilização de uma “*clearing*” como contraparte central. Por fim, medidas de fortalecimento da regulação prudencial e a autorregulação, ao melhorar a governança corporativa do segmento de Fundos, podem permitir o bom funcionamento do sistema, a proteção dos investidores e a redução do risco sistêmico. Afinal, não me parece ser de interesse de ninguém reduzir a capilaridade creditícia que a Securitização proporciona, nem eliminar os Fundos de Investimento Alternativos (*Hedge Funds*), que podem ser ajustados para entrarem em sintonia com o bom funcionamento do sistema financeiro.

**Referências Bibliográficas:**

<http://www.bis.org/publ/bcbsca.htm>

<http://www.hedgefundlawblog.com/wp-content/uploads/2009/02/hfta.pdf>

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/index_en.htm)

<http://www.finance.gov.ie/documents/publications/legi/finrequcits.rtf>

<http://www.treas.gov/press/releases/tq261.htm>

<http://www.bis.org/statistics/otcder/dt1920a.pdf>

# Regulação do Setor de Seguros

Theodoro Messa  
Marcio Palmeira

## 1. Introdução

Os problemas que afetam a regulação do setor de seguros, tanto nos Estados Unidos como em outros lugares, são em grande parte semelhantes ou estão intimamente relacionados aos problemas que afetam as estruturas regulatórias que atuam sobre as demais instituições financeiras. O objetivo deste artigo é analisar alguns destes pontos que aparecem de maneira mais pronunciada no caso do setor de seguros, a relação destes com o que ocorre nos demais segmentos do mercado, as perspectivas diante da nova proposta de reforma regulatória do sistema financeiro norte-americano e a atual situação do mercado brasileiro.

## 2. Estruturas Regulatórias

Um dos pontos que mais chamam a atenção na regulação aplicada ao setor de seguros é o de que as regras são normalmente elaboradas e supervisionadas por órgãos independentes e diferentes daqueles que atuam nas demais esferas do sistema financeiro. No caso americano, há o agravante de que, com exceção de alguns poucos assuntos como lavagem de dinheiro, seguro contra risco de terrorismo e seguro contra enchentes, não existe um órgão federal responsável pelo monitoramento e compreensão da indústria – a regulação é eminentemente estadual. Embora existam áreas onde há, de fato, redundância de agentes regulatórios (o que poderia reforçar a qualidade do mecanismo), em muitos aspectos, sobretudo em questões prudenciais, a regulação é feita de maneira independente e praticamente isolada.

Uma consequência perigosa desta estrutura é a falta de uniformidade de parâmetros e conceitos regulatórios prudenciais, quando comparados com os utilizados nas demais áreas do sistema. Digo que é perigosa, não por desejar que estes requisitos prudenciais sejam idênticos entre as variadas formas de organizações financeiras ou quasi-financeiras, mas sim por acreditar que estas precisam compartilhar do mesmo entendimento acerca de fatores de risco que afetam a todas de maneira igual e, muitas vezes, simultânea.

É importante deixar claro que a uniformidade de conceitos e parâmetros não é garantia de avaliação correta de riscos ou, muito menos, de regulação adequada. Contudo, a multiplicidade de interpretações para um mesmo “risco”, somada ao crescimento da complexidade dos derivativos (ou ativos, pois não sei bem onde um começa e o outro termina), torna a tarefa de análise e reação das autoridades um desafio considerável. Em suma, a uniformidade a que me refiro está longe de ser uma condição suficiente, mas parece uma condição necessária a uma estrutura regulatória ágil e eficaz.

Como exemplo, na atual crise, muitos produtos que se resumiam a portfólios de derivativos exóticos eram vendidos ou negociados no mercado por seguradoras, sem a correspondente necessidade de capital que outros órgãos de regulação talvez tivessem exigido. Na verdade, empresas com balanços enormes, muito caixa, ratings AAA e sem a regulação a que um banco estaria submetido eram o “sonho de consumo” de qualquer *trader* de derivativos. Muitas seguradoras cabem perfeitamente nesta descrição (o exemplo mais emblemático talvez seja a divisão de produtos financeiros da AIG).

A questão que segue então é: para conseguir esta uniformidade, precisamos unificar ou consolidar as agências regulatórias (com funções prudenciais) do setor de seguros com as que atuam nas demais empresas financeiras ou basta apenas que elas desenvolvam uma coordenação entre si? Sou cético com relação à possibilidade de coordenação entre elas para a obtenção de regras prudenciais adequadas, justamente por possuírem culturas e histórias realcionadas ao desenvolvimento de produtos muito diferentes. Na prática, atuando de maneira independente, acredito que as agências são mais facilmente “capturadas” pelos seus regulados, que estão justamente procurando competitividade para seus produtos. Pode-se dizer que há uma certa “competição” entre as agências para que seus regulados triunfem, podendo gerar alguma leniência. Logo, parece necessária a criação de um regulador prudencial que atue sobre qualquer tipo de instituição financeira ou assemelhada (ainda que por vias indiretas). Insisto que este problema de falta de uniformidade afeta igualmente outros agentes do mercado tais como corretoras, fundos de pensão e fundos de investimento. Uma diferente forma de organização corporativa não pode ser uma porta para que alguém exponha clientes e o sistema como um todo a riscos incompatíveis com sua estrutura de capital.

### 3. Regulação Propriamente Dita

Quando analisamos a regulação propriamente dita, notamos novamente similaridades com questões que afetam todo o sistema regulatório. Além obviamente de aspectos técnicos exclusivos do setor e da necessidade de adequação das regras prudenciais básicas, há pelo menos dois pontos controversos que afetam de maneira particular a capacidade de monitoramento e supervisão dos riscos associados às empresas seguradoras: (a) o critério para marcação (ou apreçamento) de ativos e (b) a possibilidade de negociação de derivativos de balcão.

O setor de seguros, sobretudo nos EUA, há muito convive com a possibilidade de não marcar seus ativos a mercado, pelo menos de forma a não impactar seus resultados. Além dos ativos classificados como “*trading*” que são marcados a mercado diariamente, existem duas outras classes que são a “*held-to-maturity*” e a “*available-for-sale*”. Na classe “*held-to-maturity*”, como o intuito é carregar os ativos até o vencimento, a oscilação dos preços de mercado dos mesmos não impacta as demonstrações financeiras da empresa. Na classe “*available-for-sale*”, as oscilações não impactam as demonstrações de resultados, mas geram ajustes nos patrimônios líquidos das empresas.

O que incomoda neste caso é que por mais bem intencionados e capazes que sejam os atuários que determinam a classificação dos ativos, a complexidade dos produtos que são vendidos pelas seguradoras atualmente é tal que se torna praticamente impossível analisar a verdadeira evolução temporal do capital necessário à manutenção destes produtos. Portanto, muitas vezes as empresas compram ativos ilíquidos que acabam sendo classificados nas categorias onde oscilações de preços não afetam os resultados, ainda que os passivos que estejam lastreando, por sua complexidade, possam exigir desembolsos de capital em prazos incompatíveis com os ativos adquiridos.

Dessa forma, acredito que a complexidade de produtos e passivos assumidos pelas companhias de seguros deveria motivar a reavaliação dos critérios que permitem a não marcação a mercado dos ativos da empresa. Esta preocupação também se estende a outras instituições que podem usar o mesmo artifício. Embora reconheça a adequação da não marcação a mercado de alguns ativos, receio que sua utilização de maneira indiscriminada tenha afetado decisivamente a transparência das informações oferecidas e até mesmo a própria capacidade das empresas de avaliarem os riscos de descasamento a que estavam expostas.

Por último, a possibilidade de negociação de derivativos de balcão, tão criticada por permitir graus de alavancagem excessivos no sistema, sem dúvida alguma também afetou de maneira decisiva as empresas do setor de seguros. Normalmente, advoga-se a favor desta possibilidade utilizando-se o argumento de que permitem a inovação e o desenvolvimento de novos produtos. Embora em poucos casos específicos isto possa ser de fato verdade, na maioria deles o que está em jogo não é se haverá ou não um produto inovador e sim o quanto e quem ganhará a maior parte do lucro associado a este produto. O que determina a predileção pelo mercado de balcão é a possibilidade de se abocanhar uma margem de lucro maior, num processo de negociação não transparente e com menor requisito de capital. Exemplos como o da AIG deixam óbvios os riscos associados a tal prática. São poucos os derivativos que realmente não podem ser lançados numa câmara de compensação centralizada e, se não podem, este seria mais um motivo para se perguntar se deveriam ser negociados. Algumas opções embutidas em alguns desses derivativos são simplesmente impossíveis de serem “precificadas”. Se uma câmara independente, que funciona como contraparte central, não quer registrar algo porque não consegue calcular a possível perda associada a este derivativo, isto deveria acender uma luz amarela no regulador.

#### **4. Proposta Norte-Americana**

A nova proposta de reforma regulatória do sistema financeiro norte-americano, no que se refere ao setor de seguros, dá passos importantes para que se busque uma regulação mais eficiente e ágil, ainda que não toque diretamente nos pontos citados anteriormente. Ela adotou alguns, mas não todos os pontos sugeridos no documento apresentado pelo Tesouro norte-americano em março de 2008.

Nesta nova proposta, foi mantida a sugestão de criação do “*Office of National Insurance - ONI*” dentro da própria estrutura do Tesouro, com o objetivo de monitorar

todos os aspectos da indústria de seguros a nível nacional. Certamente, o ramo de seguros e previdência desenvolve cada vez mais uma atuação nacional, quando não internacional, numa situação bastante distinta daquela que existia há 135 anos, quando a mecânica de regulação estadual foi estabelecida. Dessa forma a criação de um órgão nacional parece absolutamente necessária para o desenvolvimento de um arcabouço regulatório mais moderno e em linha com o que ocorre no resto do mundo.

Contudo, a proposta do Tesouro de março de 2008 possuía uma sugestão clara de criação de um Certificado Nacional Opcional (*Optional Federal Charter*) para todos os tipos de empresas do setor. A regulação estadual continuaria valendo para aquelas que não optassem pela licença nacional, mas haveria uma supervisão nacional sobre aquelas que o fizessem. Este “Charter” seria concedido de acordo com a linha de negócios pretendida (por exemplo, separando seguro de vida e previdência de ramos elementares, etc). Embora esta sugestão não apareça na nova proposta, esta última atesta que a ONI será responsável pela recomendação ao FED de quais empresas do setor de seguros devem ser supervisionadas de forma robusta e consolidada por poderem ameaçar a estabilidade sistêmica (“Tier 1 Financial Holding Companies”). Com isso, o FED ganha, pelo menos em teoria, a função e o poder de regulador prudencial abrangente que acredito ser tão fundamental para uma regulação eficaz do sistema com um todo.

## 5. Situação Brasileira

No Brasil, a SUSEP – órgão regulador de seguros e previdência – vem intensificando a regulação que trata de capital mínimo necessário para uma seguradora operar. Regras para solvência decorrentes do risco de subscrição de seguros foram estabelecidas. Novas regras para cobrir riscos operacionais, legais e de mercado (financeiro) ainda virão. O alinhamento com os demais órgãos reguladores do mercado financeiro parece ser fundamental e tempestivo.

Enquanto as novas regras não vêm, a indústria de previdência privada no Brasil já passa por uma situação parecida com a ocorrida nos EUA. Os principais produtos de previdência privada comercializados - PGBL e VGBL – envolvem opções implícitas difíceis de serem quantificadas nas demonstrações financeiras das empresas. Estes produtos permitem ao segurado fazer depósitos em um fundo de investimentos e, a partir de um dado momento (definido pelo segurado a qualquer instante), fazer retiradas com uma garantia pré-definida de rentabilidade. Ou seja, antes mesmo de realizar todos os depósitos, o segurado já sabe qual rentabilidade poderá ter no futuro. Há também garantias de taxas de mortalidade embutidas no momento da venda destes produtos (as seguradoras precisam garantir uma expectativa de vida média a ser utilizada a partir do momento escolhido para as retiradas). As seguradoras brasileiras se mobilizaram para atacar este problema, e, em breve, deverá ser possível vender produtos que garantam taxas de mortalidade estimadas apenas no momento das retiradas (diminuindo, portanto, o risco atuarial atualmente assumido pelas empresas). De qualquer maneira, o risco da garantia de rentabilidade ainda será significativo e de difícil mensuração. Logo, podemos dizer que as seguradoras

brasileiras também lidam em seus modelos de risco com derivativos exóticos, sem que exista uma forma padronizada de como elas devem tratar isso.

## **6. Conclusão**

Os problemas financeiros que ocorreram com empresas seguradoras na atual crise revelam que este setor se apresenta como um dos maiores desafios para as reformas regulatórias que estão sendo propostas em todo o mundo. As alterações provavelmente ocorrerão de forma gradual, em virtude da complexidade tanto da estrutura regulatória do setor em vários países, como do conteúdo específico da regulação propriamente dita. De maneira geral, a necessidade de adequação da regulação prudencial se faz presente não só nos centros financeiros onde a crise se mostrou mais aguda, mas também em países como o Brasil, onde a complexidade dos produtos mais modernos amplia cada vez mais a grade de riscos aos quais as empresas e o sistema com um todo estão expostos.

## **SOBRE OS AUTORES**

### **Alkimar R. Moura**

Economista, professor e chefe do Departamento de Planejamento e Análise Econômica Aplicados à Administração da EAESP/FGV e membro do Conselho de Supervisão da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM). Ex- diretor de Política Monetária e de Normas e Organização do Sistema Financeiro Nacional do Banco Central do Brasil e ex-vice-presidente de Finanças e Mercado e de Capitais do Banco do Brasil. PhD em Economia Aplicada pela Stanford University e MA em Economia pela Universidade da Califórnia, em Berkeley.

### **Ana Carolina Freire**

Economista da Ventor Investimentos. Participou do Grupo de Acompanhamento Conjuntural no Instituto de Pesquisas Econômica Aplicada. Bacharel e mestre em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

### **André d'Almeida Monteiro**

Diretor de Risco da Gávea Investimentos. É membro da Câmara Consultiva de Análise de Risco da BM&FBovespa. Entre 1998-2002, foi responsável pelo núcleo de pesquisas macroeconômica e financeira do Banco Icatu (1998-02), onde também foi o gerente de risco (2000-02). Em 1997, trabalhou no núcleo de Inteligência Artificial e Estatística Aplicada a Finanças na IBM-Brasil. Anteriormente, trabalhou na Galanto Consultoria e na Rosenberg & Associados. Obteve pós-doutoramento em Finanças pelo Departamento de Economia e Bendhiem Center for Finance da Universidade de Princeton (2003). Obteve os títulos de Doutorado (2002) e Mestrado (1997) em Finanças na PUC-Rio e é graduado em Engenharia pela Escola Politécnica da USP (1995).

### **Armando Castelar Pinheiro**

Analista da Gávea Investimentos e professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Ph.D. em Economia pela Universidade da Califórnia, Berkeley. Mestre em Estatística pelo IMPA e em Administração de Empresas pela COPPEAD. Engenheiro eletrônico pelo Instituto Tecnológico de Aeronáutica. Foi pesquisador do Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (2003-08) e chefe do Departamento Econômico do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (1995-2002).

### **Dionísio Dias Carneiro**

Economista, é diretor da Galanto Consultoria e do Instituto de Estudos em Política Econômica da Casa das Garças (Iepe/CdG), membro do Conselho Consultivo do Grupo Icatu, membro independente do Conselho de Administração e do Comitê de Auditoria da Companhia Siderúrgica Nacional, membro do Comitê Financeiro da Brasif e membro independente do Conselho de Administração da PDG Realty SA. É ex-professor da Universidade de Brasília, da EPGE/FGV e da PUC-Rio e ex-vice presidente da Finep.

### **Edmar Lisboa Bacha**

Sócio fundador e diretor do Instituto de Estudos em Política Econômica da Casa das Garças, e consultor sênior do Banco Itaú BBA. Em 1993/94, foi membro da equipe econômica do governo, responsável pelo Plano Real. Foi presidente do BNDES, do IBGE e da ANBID, e professor de economia na PUC-Rio, EPGE/FGV, UnB, UFRJ, Columbia, Yale, Berkeley e Stanford. Foi também pesquisador no IPEA, Harvard e MIT, além de consultor do Federal Reserve Bank of New York, Nações Unidas e Banco Mundial. É bacharel em economia pela Universidade Federal de Minas Gerais e Ph.D. em economia pela Universidade de Yale.

### **Eduardo Loyo**

Diretor do Instituto de Estudos em Política Econômica da Casa das Garças, e diretor e economista-chefe do Banco UBS Pactual. Foi diretor executivo do Fundo Monetário Internacional e diretor de estudos especiais do Banco Central do Brasil. Foi ainda professor da Kennedy School of Government (Universidade de Harvard) e do Departamento de Economia da PUC-Rio, além de professor visitante do INSEAD e da Columbia Business School. É bacharel e mestre em economia pela PUC-Rio e Ph.D. em economia pela Universidade de Princeton.

### **Gustavo H. B. Franco**

Economista, é sócio e diretor executivo da Rio Bravo Investimentos, e membro do Conselho de Administração do Banco Daycoval S/A. É professor do Departamento de Economia da PUC-Rio desde 1986. Foi presidente e diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil e Secretário de Política Econômica (adjunto) do Ministério da Fazenda (1993-99). Foi membro da equipe responsável pelo Plano Real. É bacharel (1979) e mestre (1982) em economia pela PUC-Rio e Ph.D (1986) pela Universidade de Harvard. Tem 10 (dez) livros publicados e mais de uma centena de artigos em revistas acadêmicas. Seus escritos podem ser encontrados em sua home page: [www.econ.puc-rio.br/gfranco](http://www.econ.puc-rio.br/gfranco).

### **João Cesar Tourinho**

Sócio-fundador da Sekular Investimentos e membro do comitê de Ética da BMF-Bovespa. Foi vice-presidente executivo do Banco Safra, responsável pelo Banco de Investimentos e Tesouraria de 07/1995 - 01/2009, diretor geral da Black River Asset Management (2005-2006), diretor financeiro WestLB (1993 - 07/1995) e Mantrust SRL (1989-1992). Trabalhou ainda no Banco BMC (1985-1989) e no Escritório Levy (1981-1985). Ex-diretor da Andima (03/2005-03/2007) e ex-presidente da Comissão da Clearing de Ativos BMF (02/2003-02/2005). Formado em Engenharia Mecânica e Produção pela PUC-RJ, MBA em Finanças no IBMEC, e Advanced Management Program no INSEAD.

### **João Dionísio F. B. Amoêdo**

Membro do Conselho de Administração do Banco Itaú-BBA SA. Ex-diretor do Banco BBA Creditanstalt SA e ex-presidente da Fináustria CFI SA. Atuou como vice-presidente e posteriormente como membro do Conselho de Administração do Unibanco SA. Formado em engenharia civil pela UFRJ e em administração de empresas pela PUC-RJ.

### **Luiz Alberto Colonna Rosman**

Sócio do escritório “Rosman, Souza Leão, Franco e Advogados” (nova denominação do escritório fundado por José Luiz Bulhões Pedreira e Antonio Fernando de Bulhões Carvalho). Membro da Diretoria da Seccional do Rio de Janeiro do CESA – Centro de Estudos das Sociedades de Advogados. Foi professor da cadeira Direito Societário na Escola de Magistratura do Rio de Janeiro (de 1995 a 2000), e no curso de Pós-Graduação em Direito Empresarial (Direito Societário e Mercado de Capitais) da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro (2002 a 2005). Formado em Direito e Economia (1978), com pós graduação em Direito da Economia pelo Instituto de Estudos de Direito da Economia – IEDE (1983), curso coordenado por José Luiz Bulhões Pedreira.

### **Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho**

Sócio da NEO Investimentos e Diretor da ANBID. É Membro do Instituto de Estudos de Política Econômica – Casa das Garças. Foi Diretor Geral dos Bancos de Investimentos JPMorgan e Chase Manhattan (1999-2004), onde era Membro do Comitê Executivo para o Brasil e para a América Latina. Foi Sócio dos Bancos Cindam (1993-1996) e patrimônio de Investimentos (1997-1999), tendo chefiado o Gabinete de Desestatização do BNDES (1990-1992). Entre 1987 e 1991, lecionou nos Departamentos de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro e da Universidade Federal Fluminense (UFF). É mestre e bacharel em Ciências Econômicas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, com especialização em Administração pela Wharton School, EUA.

### **Marcelo Rezende**

Professor do Ibmec Rio de Janeiro. Trabalhou como economista da Divisão de Supervisão e Regulação Bancária do Federal Reserve Board, de 2006 a 2008. Doutor em Economia pela Universidade de Chicago, mestre pela PUC-Rio e bacharel pela UFRJ.

### **Marcio Palmeira**

Responsável pela área atuarial da Icatu Hartford Seguros, onde trabalha desde 2003. Foi analista de integração de sistemas na Algorithmics Brasil de Janeiro de junho de 2000 a maio de 2001. Entre junho de 2001 e dezembro de 2002, trabalhou como analista de risco de energia e cambial na El Paso Energy Brasil. É detentor da designação FSA. Formado em Engenharia de Computação pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, com mestrado em Matemática Aplicada.

### **Monica Baumgarten de Bolle**

Macroeconomista e, desde 2007, sócia da Galanto Consultoria. Chefiou a área de Pesquisa Macroeconômica Internacional do Banco BBM de 2005 a 2006. Trabalhou no Fundo Monetário Internacional em Washington, D.C. entre 2000 e 2005. É colaboradora do Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças, tendo ainda lecionado macroeconomia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro em 2006 e 2007. PhD em Economia pela London School of Economics (set/2001), tendo escrito sua tese de doutorado sobre crises financeiras.

### **Pedro Sampaio Malan**

Membro dos Conselhos de Administração das empresas Globex-Ponto Frio, EDP-Energias do Brasil, e OGX Petróleo e Gás Participações S.A.. Membro do Conselho Consultivo da ALCOA. Membro do Conselho Curador da International Accounting Standards Committee Foundation. Ex-presidente do Conselho de Administração do Unibanco (2004-2008). Professor do Departamento de Economia da PUC do Rio de Janeiro. Ministro da Fazenda de 1995 a 2002. Presidente do Banco Central do Brasil de 1993 a 1994. Consultor Especial e Negociador-chefe para Assuntos da Dívida Externa – Ministério da Fazenda de 1991 a 1993. Diretor Executivo do Banco Mundial de 1986 a 1990 e de 1992 a 1993. Formado em Engenharia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro em 1965, com Ph.D. em Economia pela Universidade de Berkeley, Califórnia.

### **Rodrigo Telles da Rocha Azevedo**

Sócio da JGP Gestão de Recursos desde 2007, atua na gestão dos fundos multimercados e na coordenação da área de pesquisa macroeconômica. Diretor da ANDIMA e ex-conselheiro do Conselho de Autorregulação da BM&FBovespa. Foi Diretor de Política Monetária do Banco Central do Brasil entre outubro de 2004 e abril de 2007. Nesta função, era membro votante do Comitê de Política Monetária (COPOM), responsável pelas mesas de operação de mercado aberto e câmbio, administração das reservas internacionais e supervisão do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Anteriormente, foi diretor executivo, economista-chefe e co-head da área de pesquisa macroeconômica para a América Latina do Banco Credit Suisse First Boston, e economista do Banco Garantia. É bacharel em economia pela Universidade de São Paulo e Ph.D. em economia pela Universidade de Illinois.

### **Theodoro Arthur da Costa Messa**

Diretor responsável pelos controles de risco e compliance da Paineiras Investimentos. Foi gestor de renda fixa e administrador de carteiras no Banco Icatu e na Icatu Investimentos de 1993 até 2001. Foi gestor de renda fixa da Icatu DTVM a partir de 2001 e Diretor de operações de 2004 até 2005. De 2005 a 2007, foi Diretor de Investimentos da Icatu Hartford Seguros. É detentor da designação CFA. Formado em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

### **Thomas Wu**

Sócio e economista da Ventor Investimentos e professor assistente do Departamento de Economia da Universidade da Califórnia, Santa Cruz. Bacharel e mestre em Economia pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, e Ph.D. em Economia pela Universidade de Princeton.