Projeto de P&D "Índice de Sustentabilidade Econômico-Financeira das Distribuidoras de Energia Elétrica"

Regulação dos Sistemas Financeiros: as Experiências Internacional e Brasileira

Ernani Teixeira Torres Filho

Norberto Montani Martins

NOVEMBRO/2017

GESEL Grupo de Estudos do Setor Elétrico UFRJ 20 anos

CPFL ENERGIA

P&D ANEEL

Sumário

1 Introdução 4

2 A Teoria da Instabilidade Financeira 7

3 Regulação Financeira: O Que É e Como Opera? 11

4 Um Breve Histórico da Experiência Internacional 15

4.1 Da Crise de 1930 ao Início da Globalização Financeira 15

4.2 Os Acordos de Basileia I e II 19

4.3 O Impacto dos Acordos de Basileia I e II Sobre os Mercados Financeiros 24

5 As Respostas à Crise de 2008: Basileia III e a Nova Legislação Americana 26

6 A Experiência Brasileira Pós-Plano Real 29

6.1 A Arquitetura Institucional da Regulação no Brasil 31

6.2 A Conexão do Sistema Financeiro Brasileiro aos Mercados Globais 33

6.3 A Adoção dos Acordos de Basileia no Brasil 35

6.4 A Reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro 41

6.5 O Impacto da Crise Financeira Internacional de 2008 46

7 Conclusões 49

8 .Bibliografia 53

Regulação dos Sistemas Financeiros: as Experiências Internacional e Brasileira

Ernani Teixeira Torres Filho
Norberto Montani Martins

1 Introdução

Os sistemas financeiros cumprem diferentes funções nas economias modernas. Administram os sistemas de pagamentos, os quais operam a liquidação de obrigações entre pessoas físicas, jurídicas e governos. Provém crédito àqueles que precisam realizar gastos acima de suas disponibilidades monetárias. Fornecem liquidez, permitindo a redução dos custos transacionais, a operação menos abrupta dos mercados de capitais e, com isso, a melhor formação dos preços dos ativos. Além disso, são responsáveis pelo gerenciamento da maior parte da riqueza existente.

Essas atividades são desempenhadas por um conjunto de instituições muito distintas entre si. Umas são especializadas, voltadas para atividades específicas, e que, muitas vezes, não estão sujeitas à regulação dos órgãos de governo. Os fundos de *hedge* são um exemplo disso. Estes são companhias que administram o patrimônio de investidores terceiros com o objetivo de obterem mais rentabilidade que o restante do mercado. No outro lado do espectro, estão os bancos, os quais são empreendimentos mais tradicionais, mas que atualmente se envolvem em múltiplos mercados. Entretanto, pelo fato dos bancos terem um papel central no funcionamento satisfatório de todo o sistema financeiro, estão sujeitas à intensa regulação, ao mesmo tempo em que são objeto de vários mecanismos de assistência dos governos.

Até a década de 1980, barreiras legais e regulatórias promoviam uma forte segmentação no interior dos sistemas financeiros. Havia um princípio de especialização que estabelecia compartimentos, com uma forte identidade entre instituições operadoras e segmentos de mercado. Por exemplo, os bancos comerciais só podiam realizar créditos e tomar recursos a curto prazo, emitir depósitos à vista (moeda) e administrar o sistema de pagamentos. Já a poupança

popular era garantida pelos governos, voltada para o crédito imobiliário e administrada por instituições próprias. O mercado de títulos, por sua vez, era exclusivo das corretoras, de investidores de grande porte, etc. Essa separação estrita buscava evitar que problemas em um dos segmentos do mercado financeiro contaminasse os demais.

Outra característica importante dos sistemas financeiros até a década de 1980 era o fato de suas atuações eram, geralmente, a nível nacional. Existia alguma atividade internacional privada nos Estados Unidos e em alguns países europeus, entretanto, até o final da década de 1960, tais atividades eram basicamente de curto prazo – comércio internacional – ou muito limitadas às empresas de grande porte e aos governos dos países ricos. Em quase todo o mundo, havia fortes barreiras à saída e à entrada de capitais, ou seja, o controle de capital era intenso, o que, em contrapartida, permitia que cada Estado Nacional tivesse muita autonomia na determinação das taxas de câmbio e de juros em sua moeda.

Com a globalização, essa concepção de mercados financeiros segmentados, a qual teve origem na Crise de 1929, foi sendo paulatinamente abandonada. Em seu lugar, emergiu um sistema bastante integrado e globalizado, o qual foi gerado a partir de um amplo e longo processo de desregulação e desnacionalização dos sistemas financeiros nacionais. Com isso, promoveu-se o aumento da concorrência, reduziram-se os custos de intermediação e estimulou-se a inovação financeira em níveis jamais vistos. Em compensação, os sistemas financeiros passaram a apresentar mais volatilidade e mais crises.

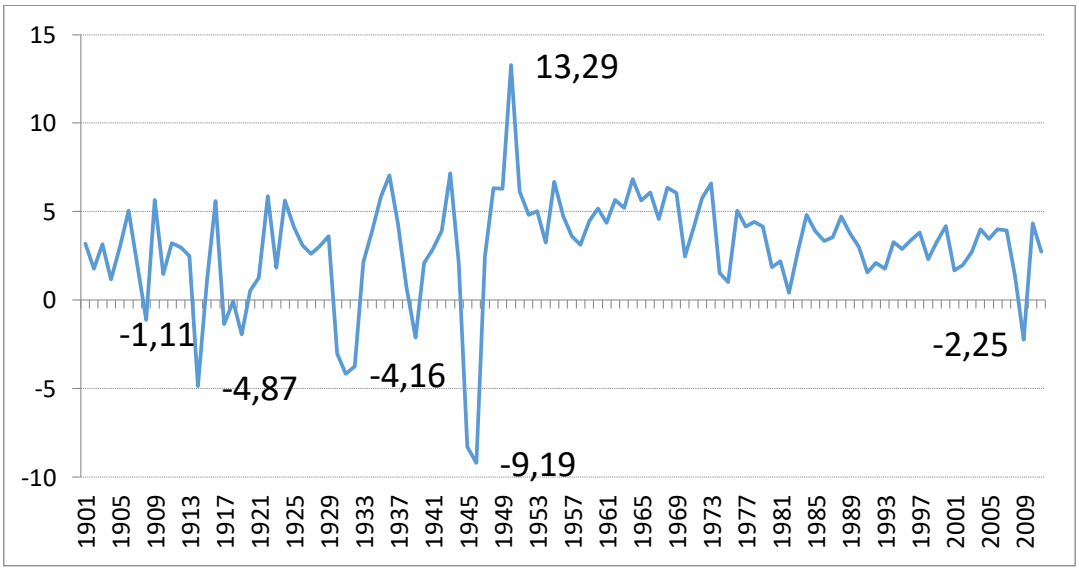
A quebra do banco americano Lehman Brothers, a qual iniciou à Crise Financeira Internacional de 2008, tornou visível os riscos e as contradições envolvidas no processo de liberalização financeira. A dimensão dos prejuízos que foram gerados colocou em cheque não só o funcionamento corrente das empresas e dos mercados, mas também a solvência de alguns Estados Nacionais. Esse fato ilustra uma característica importante do setor financeiro quando comparado a outros segmentos da economia que também estão sujeitos à ação regulatória do governo. Os efeitos de uma grave crise setorial podem se alastrar não só sobre as empresas diretamente envolvidas – impactando clientes, controladores e financiadores –, mas também sobre o restante do setor financeiro, os governos e a "economia real".

Destaca-se que as crises financeiras sistêmicas globais são fenômenos recorrentes historicamente, apesar de pouco frequentes. Como se pode observar no Gráfico 1, desde o início do século XX, houve apenas cinco períodos em que a economia internacional registrou taxas de crescimento negativas. Dois deles estão direta ou indiretamente associados à 1ª e a 2ª Guerras Mundiais (1914-1920 e 1939-1945). Os três momentos restantes foram frutos de crises estritamente financeiras, quais

sejam, em 1907, com a falência do Knickerbocker Trust Company nos EUA, em 1929, com o pânico da Bolsa de Nova Iorque, e, em 2008, com a crise do *subprime*. Nota-se que, nestes três casos, as crises geraram como resposta mudanças relevantes na arquitetura regulatória dos mercados financeiros.

Nos EUA, o Pânico de 1907 levou à criação do banco central norte-americano, o Federal Reserve (FED), introduzindo o governo federal como um agente central na regulação da liquidez do sistema bancário local. A Grande Depressão de 1929, por sua vez, levou ao redesenho de todo o sistema financeiro americano, com a introdução dos princípios da segmentação e da regionalização dos mercados. Ressalta-se que a preocupação com o risco sistêmico passou a ser permanente.

Gráfico 1: Taxa de Crescimento da Economia Mundial (em % a.a.)



Fonte: Maddison (2001) e FMI (WEO, 10/2012). Elaboração dos autores.

Do mesmo modo, a Grande Recessão de 2008 provocou uma mudança de rumo. Até então, estava em curso um processo de "dessegmentação" e internacionalização dos mercados, porém, com a Grande Recessão, foram criadas novas limitações à atuação dos bancos, os órgãos reguladores foram fortalecidos, em particular os bancos centrais, e seus poderes se estenderam sobre qualquer instituição financeira considerada sistemicamente importante (SIFI)[1].

A crise de 2008 é, no entanto, o ponto alto de um processo de aceleração de bolhas especulativas, o qual foi gerado pela própria globalização. A título de ilustração, lista-se, a seguir, as 10 principais bolhas financeiras desde o século XVII, de acordo

[1] Do inglês, *Systemically Important Financial Institution*.

com a seleção de Kindleberger (Kindleberger, 2005). É sintomático que cinco desses episódios – ou seja a metade deles – tenham ocorrido a partir de 1984.

i. A bolha dos bulbos de tulipas na Holanda em 1636;
ii. A bolha do South Sea em 1720;
iii. A bolha do Mississipi em 1720;
iv. A bolha de preços de ações de 1927 a 1929;
v. O aumento dos empréstimos bancários para o México e outros países em desenvolvimento na década de 1970;
vi. A bolha de imóveis e ações no Japão de 1985 a 1989;
vii. A bolha de 1985 a 1989 em imóveis e ações na Finlândia, Noruega e Suécia;
viii. A bolha em imóveis e ações na Tailândia, Malásia, Indonésia e vários outros países asiáticos de 1992 a 1997;
ix. O aumento do investimento estrangeiro no México de 1990 a 1993; e
x. A bolha do mercado de ações nos Estados Unidos de 1995 a 2000.

Frente a esse cenário, este artigo tem por objetivo apresentar um panorama da experiência regulatória internacional e brasileira dentro do sistema globalizado contemporâneo[2]. O foco são as iniciativas relacionadas ao processo de globalização financeira implementadas a partir da segunda metade dos anos 1990, nas áreas da regulação sistêmica e prudencial. Para tanto o trabalho será dividido em cinco partes, além desta introdução e uma conclusão. A primeira destas cinco partes lida com a teoria da instabilidade financeira. A segunda traz alguns elementos teóricos como forma de embasar a discussão sobre regulação financeira. A terceira lida com a experiência internacional de regulação. A quarta apresenta os principais dilemas e iniciativas de regulação financeira internacional que estão em curso em resposta aos impactos da crise de 2008. Finalmente, a quinta parte descreve a experiência brasileira, problematizando a evolução da regulação no país, frente ao processo global de liberalização e internacionalização dos mercados financeiros.

2 A Teoria da Instabilidade Financeira

A Teoria da Fragilidade Financeira foi desenvolvida pelo economista americano Hyman P. Minsky, a partir das ideias de John Maynard Keynes. Seu objetivo era explicar por que os Estados Unidos e outras economias capitalistas tendem endogenamente à instabilidade financeira e por que, em algumas oportunidades,

[2] Para uma discussão sobre as origens e a evolução do sistema financeiro global, ver Torres (2014).

uma situação financeira adversa pode se converter em uma crise macroeconômica. Deve-se ressaltar que essa perspectiva é teoricamente contrária à visão dominante no pensamento econômico tradicional de que os mercados tendem inexoravelmente ao equilíbrio, a menos que sejam impedidos por um choque externo ou por um erro de política econômica.

Minsky (1986), pelo contrário, aponta que em uma economia moderna, em que já se desenvolveram o financiamento de longo prazo e os mercados de capitais,

> "(...) *existe um elemento irredutível de especulação, pois a dimensão das posições de financiamento de dívidas e os instrumentos utilizados nesse financiamento refletem a disposição de empresários e banqueiros de especular com os fluxos de caixa futuros e com as condições do mercado financeiro*" (Minsky, 1986: 177).

Assim, o objetivo de maximização de lucro das instituições financeiras seria a principal fonte da instabilidade que se observa periodicamente nesses mercados. Quanto mais longa for a duração de um período de estabilidade, maior é o incentivo para que esses agentes promovam inovações e os investidores se disponham a assumir mais riscos frente às expectativas de rentabilidade e ao grau de confiança que depositam nessas expectativas.

Na medida em que essas inovações se mostram mais lucrativas, há uma tendência a que sejam difundidas junto a seus concorrentes. Esse comportamento dos bancos já havia sido criticado por Keynes (1976) ao analisar as consequências da Crise de 1929:

> "*Um banqueiro 'sólido' (...) não é o que prevê o perigo e o evita, mas aquele que, quando arruinado, chega lá de um modo convencional e ortodoxo juntamente com seus companheiros. Neste sentido, se uma inovação financeira mais lucrativa está sendo adotada pelo mercado, os banqueiros tendem, individualmente, a tomá-la como a opção estratégica correta, pelo simples fato de estar se tornando um procedimento convencional*" (Keynes, 1976: 53)

Para Minsky, a fragilização dos mercados financeiros se manifesta de forma mais imediata na deterioração das margens de segurança (garantias) dos financiamentos. A percepção do aumento desse risco só ocorre, no entanto, posteriormente e muitas vezes de forma abrupta. Quando isso acontece, os bancos se retraem muito rapidamente e as taxas de juros aumentam, gerando um choque sobre o sistema econômico como um todo.

Nesse meio tempo, na medida em que garantias, tais como nível de comprometimento da receita corrente ou de penhora de ativos reais, vão sendo

paulatinamente reduzidas ou fragilizadas, as empresas e os bancos ficam cada vez mais expostos às flutuações dos níveis de atividade e às oscilações dos mercados de capitais. Torna-se, assim, mais fácil que as margens de segurança sejam subitamente comprimidas e, quando isto acontece:

> "(...) *os bancos, conscientes de que muitos de seus adiantamentos estão de fato 'congelados'*[3]*, envolvendo um risco latente maior do que eles voluntariamente aceitariam, se tornam particularmente ansiosos para que o resto de seus ativos se mantenham tão líquidos e livres de risco o quanto for possível*". (Keynes, 1976: 51).

A consequência dessa mudança na percepção dos bancos é uma alteração brusca e perversa nas condições de financiamento, as quais dificultam a viabilização de novos investimentos, deprimindo, assim, o nível de atividade.

Do ponto de vista microeconômico, essa degradação provoca uma mudança para pior na qualidade do risco financeiro das empresas. Para explicar esse fenômeno, Minsky faz uso de uma taxonomia em que as unidades econômicas tomadoras de crédito podem ser divididas em três classes, conforme o risco que apresentam. O primeiro grupo é formado pelas unidades do tipo *hedge*[4], ou seja, as quais se espera que venham a fazer face ao serviço de sua dívida (juros e principal) ao longo de todo o período de pagamento do empréstimo apenas com as receitas esperadas[5]. Neste caso, o investidor e seu banqueiro não precisam se preocupar com as flutuações que venham a ocorrer nas condições praticadas pelo sistema financeiro e na economia. Todo o risco do financiamento concentra-se na eventual frustração no nível esperado das vendas.

Por razões que variam de erros de avaliação a uma retração muito forte e imprevista na demanda, uma unidade *hedge* pode eventualmente não obter recursos correntes suficientes para quitar integralmente as prestações de seus empréstimos. Com isso, uma parcela do serviço da dívida não pode ser

---

[3] "Congelados", neste caso, se refere à iliquidez do crédito, ou seja, à dificuldade que os credores encontram para pagar os juros e a amortização de suas dívidas e de os bancos conseguirem vender esses ativos rapidamente, sem incorrer em perdas muito elevadas.

[4] O termo *hedge* não possui uma tradução adequada na língua portuguesa, mas o jargão utilizado no mercado financeiro é "casado", o que significa que os fluxos de pagamento e indexadores da dívida encontram contrapartida adequada no ativo do empreendimento.

[5] Estas não se limitam a liquidar as obrigações da unidade, porém podem ser utilizadas para o pagamento de custos operacionais e demais despesas. A noção importante aqui é que o pagamento dos juros e amortizações advém do retorno do investimento produtivo ou da produção em si, na forma de receitas futuras.

integralmente paga com as receitas esperadas, fazendo com que toda ou parte da amortização tenha que ser refinanciada. Deste modo, a empresa passa a apresentar maior risco e, por isso, a integrar o segundo tipo da classificação de Minsky, chamados de empreendimentos especulativos.

Existem, no entanto, situações em que o descompasso entre as vendas e a estrutura de financiamento é de tal ordem que a empresa pode se ver obrigada a aumentar sua dívida para manter em dia o pagamento de seus débitos. Isto significa que nem mesmo os juros podem ser integralmente pagos com as receitas esperadas[6] e as empresas passam a fazer parte do terceiro grupo, o qual Minsky denominou de Ponzi. Nessa hipótese, a solvência desse tipo de empreendimento está diretamente relacionada às condições de liquidez do mercado financeiro e à percepção de risco dos investidores. Sua diferença frente a um agente especulativo é de grau, uma vez que esse último está muito menos exposto ao risco de mudança nas condições financeiras do mercado. Já uma unidade *hedge* só tem que se preocupar com as flutuações na sua receita.

Erros e frustrações não são, no entanto, as únicas causas da existência de financiamentos do tipo especulativo e Ponzi. Muitos investidores e seus banqueiros optam por não se basear apenas nas receitas esperadas para realizar o serviço de seus empréstimos. Muitas vezes, já é prevista na decisão de investimento-financiamento a necessidade de renegociação dos termos da dívida ao longo do período de pagamento do projeto. Neste caso, a empresa se arrisca a ser obrigada a satisfazer sua demanda adicional de crédito, de natureza relativamente inelástica, em condições mais adversas que as originais, o que pode colocar em cheque o sucesso do empreendimento. Um exemplo desse tipo de comportamento foi o que se observou no segmento *subprime*, no mercado imobiliário americano, e que foi o estopim da Crise de 2008 (Torres, 2014).

Normalmente, quando se prevê que o financiamento não será do tipo *hedge*, admite-se que o volume de refinanciamentos se concentrarão no início do projeto e serão mais do que compensados pelo aumento das receitas dos períodos seguintes. As diferenças entre empreendimentos especulativos e Ponzi se dá, portanto, quanto ao nível de risco que o empresário e seu banqueiro estão dispostos a correr. Existe, no entanto, um tipo de financiamento Ponzi, chamado de "pirâmide" ou de "corrente da felicidade", no qual se espera que a solvência do empreendimento dependa basicamente da possibilidade de continuamente contrair um volume crescente de passivos. Trata-se de um caso limite, onde o risco financeiro é, praticamente, absoluto.

[6] Lucros antes do pagamento juros, impostos, depreciações e amortizações, ou, na sigla em inglês, EBITDA.

No caso de uma desaceleração econômica imprevista, todas as empresas são negativamente afetadas por meio de uma frustração em suas receitas esperadas. Entretanto, às unidades *hedge* sempre existe o recurso de, em último caso, tornarem-se especulativas. Aquelas unidades que já se encontravam nesta última posição poderiam ainda tentar a sorte como Ponzis. Entretanto, as unidades que já eram Ponzi não têm outra possibilidade senão a de recorrer à recuperação judicial ou à falência. Nestes casos, os bancos são obrigados a realizar prejuízo e a demonstrar a real fragilidade de seus ativos.

Para Minsky (1986: 209):

> *"(...) o principal determinante de sua instabilidade em uma economia é a mistura entre o financiamento hedge, especulativo e Ponzi. A existência de uma grande componente de posições financiadas dessas duas últimas formas é (condição) necessária para a instabilidade financeira".*

Isto se deve ao fato de que a robustez ou a fragilidade do sistema financeiro depende da dimensão e da solidez das margens de segurança e da possibilidade de que perturbações pontuais sejam amplificadas.

Assim, o sistema econômico torna-se mais frágil na medida em que os mutuários Ponzi tomam o lugar de devedores menos arriscados. Este processo pode chegar a um ponto de inflexão, o chamado "momento Minsky", o qual origina uma crise financeira. As agências governamentais, os bancos centrais, os Tesouros Nacionais, etc. são então forçados a entrar em cena e uma nova arquitetura regulatória é construída para evitar outra crise financeira nos moldes da que está em curso.

3 **Regulação Financeira: O Que É e Como Opera?**

Os mercados financeiros podem ser divididos em dois grandes segmentos. Existem, de um lado, as operações intermediadas por bancos e, de outro, as realizadas diretamente entre investidores e tomadores de recursos em ambientes públicos, os mercados de capitais. Normalmente, a regulação de cada uma dessas áreas é feita pelos governos, através de instituições próprias e independentes entre si.

Na maioria dos países, incluindo-se o Brasil, existe um único órgão responsável por toda a regulação do mercado bancário, o Banco Central. Entretanto, em algumas nações importantes, como os Estados Unidos e o Reino Unido, adota-se um regime de múltiplas agências, em que o Banco Central é apenas um dos reguladores. Esse modelo de institucionalidade anglo-saxônico foi colocado em cheque pela Crise de 2008. Desde então, as reformas implementadas nesses dois países caminharam no

sentido de reduzir a multiplicidade de instituições reguladoras bancárias e colocá-las sob o comando dos bancos centrais.

Os mercados de capitais, por sua vez, são regulados por comissões de valores mobiliários. Seu foco de atuação são as atividades relacionadas às transações com títulos de dívida privada, de ações e de outros tipos de obrigações, como os derivativos[7], em ambientes públicos organizados, como as bolsas de valores, ou nos mercados de balcão. No Brasil, esse papel é desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Deve-se destacar que não existem organismos internacionais que subordinem a atuação dos órgãos reguladores financeiros nacionais, tendo em vista que são soberanos em suas jurisdições. Entretanto, o processo de globalização tornou necessária a ação conjunta dos governos nesse campo. Para isso, foram criados mecanismos internacionais de consulta e coordenação. Assim, os bancos centrais passaram a utilizar para essa finalidade um banco multilateral sediado em Basileia, na Suíça, o Banco de Compensações Internacionais (BIS)[8]. Nesse ambiente, foram firmados os chamados Acordos de Basileia, os quais estabelecem indicativos para a atuação dos bancos centrais, em todo o mundo, na regulação do mercado bancário. Para os mercados de capitais, foi formado um organismo internacional específico, a Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)[9].

A regulação financeira[10] tem como foco três áreas distintas e complementares, quais sejam, a prudencial, a sistêmica e a comportamental (ou de conduta).

A regulação prudencial contempla as medidas de caráter preventivo, direcionadas à preservação da solvência de cada instituição. Tendo essa preocupação em mente, as autoridades regulatórias estabelecem condições para seu funcionamento, fixando, por exemplo, requisitos de capital mínimo para as instituições financeiras poderem se estabelecer e operar frente aos níveis de risco que podem carregar em seu balanço. São também responsáveis pela aprovação dos dirigentes dessas

---

7 Derivativos são ativos cujo valor deriva da evolução de outros contratos, não necessariamente financeiros, como por exemplo, os preços do barril de petróleo. Sua principal função é permitir aos agentes realizar uma decomposição dos diferentes tipos de riscos existentes numa transação, tais como o risco de juros e risco de crédito, e a negociação do risco específico que o agente não deseja carregar.

8 Do inglês Bank of International Settlements.

9 Do inglês International Organization of Securities Commissions.

10 A regulação financeira é uma das três pernas em que se apoiam os governos para gerenciar o funcionamento dos mercados financeiros juntamente com os mecanismos de seguro de depósitos e os de liquidação de bancos.

instituições e, para tanto, os reguladores têm acesso a um vasto volume de informações sobre as condições correntes de seus regulados.

A regulação sistêmica, por sua vez, busca prevenir a ocorrência de eventos disruptivos, capazes de se disseminarem pelo sistema financeiro e que, por efeito de contágio, possam repercutir negativamente sobre outras instituições, a ponto de ameaçar a estabilidade desses mercados e, até mesmo, das economias como um todo. O objetivo da regulação sistêmica, portanto, é evitar que as crises financeiras se materializem, especialmente através dos sistemas de pagamentos e das demais infraestruturas do mercado financeiro.

A título de ilustração de um problema relacionado ao risco sistêmico, tome-se como exemplo o não pagamento da amortização de um título emitido por uma empresa detido por três bancos de porte pequeno. A não realização deste pagamento pode fazer com que estas pequenas instituições financeiras não tenham as disponibilidades necessárias para atender ao pagamento das obrigações de cada uma contra outra instituição financeira de porte maior. Assim, o chamado *default* (inadimplemento) da empresa acabou por gerar o *default* das três instituições pequenas perante a instituição média. Esta, por sua vez, está contando com as disponibilidades advindas das obrigações das três instituições pequenas para honrar seus pagamentos devidos junto a outra instituição e, assim, também tem sua capacidade de pagamento afetada. Daí por diante, pode se chegar a uma cadeia de inadimplementos que afete negativamente o sistema e cuja origem se situa no primeiro inadimplemento da empresa aos bancos pequenos. O sistema, portanto, está sujeito inerentemente ao contágio.

O que determina a maior ou menor probabilidade de contágio, aqui entendida como o risco sistêmico por excelência, são as salvaguardas e desenhos institucionais que permitem o bom funcionamento do sistema, a despeito do inadimplemento original da empresa do exemplo acima. A utilização de garantias nas operações financeiras é uma forma de reduzir este risco, como o exemplo de uma empresa não tinha caixa para pagar o título, mas tinha títulos públicos, os quais entregou aos bancos pequenos, sendo que estes podem ir ao interbancário e trocar estes títulos por moeda para, em seguida, honrar suas obrigações. As formas dos contratos são também importantes, assim como as instituições envolvidas na liquidação das transações, tendo como exemplo a existência de contraparte central ou não, que será descrito abaixo.

A diferença entre a regulação sistêmica e a prudencial é basicamente de foco e decorre do fato de os mercados financeiros operarem de forma muito integrada e conectada. O direito (crédito) de uma instituição é a obrigação (débito) de outra. Da mesma forma, o ativo de uma é o passivo de outra. Assim, uma estratégia de os

bancos individualmente se manterem solventes em uma situação de crise pode, por exemplo, comprometer a estabilidade do sistema financeiro como um todo. Seria, assim, um processo do tipo "efeito dominó".

Para lidar com os riscos de natureza sistêmica, os governos dispõem de vários instrumentos. O seguro de depósitos, por exemplo, normalmente garante as aplicações de menor monta. Entretanto, durante a Crise de 2008, os EUA e vários países europeus estenderam esse benefício a todos os depósitos, como uma medida para frear o pânico financeiro. Os empréstimos de liquidez que os bancos centrais disponibilizam evitam que problemas de solvência de um banco ou de um grupo de instituições se transmitam aos demais. No mesmo sentido estão os regimes de liquidação das instituições financeiras que precisam ser rápidos e eficientes para evitar efeitos desestabilizadores.

A regulação comportamental ou de conduta, a terceira área da regulação financeira, abrange a atividade normativa voltada para a disciplina das práticas adotadas pelos agentes de mercado, em relação a seus concorrentes e aos consumidores de serviços financeiros. Aa finalidade é evitar o uso inescrupuloso das assimetrias de informação e os abusos de poder por parte de instituições financeiras sobre seus concorrentes e "consumidores".

Nota-se que a regulação financeira é um processo evolutivo em que os reguladores e os regulados estão todo o tempo aprendendo e atualizando suas práticas. Existe, assim, um conflito permanente entre as eventuais vantagens oferecidas pelas inovações financeiras e os riscos que elas podem engendrar para o funcionamento do sistema como um todo. Sobre esse tema, Paul Volcker (2009), ex-presidente do FED, declarou que:

> *"(...) a única coisa útil inventada pelos bancos nos últimos anos foi o caixa eletrônico. (...) Hoje não tenho dúvidas que (a inovação financeira) promove a circulação dos rendimentos dentro do sistema financeiro, mas não só isso, pois parece que ela também promoveu o enorme aumento da renda financeira".*[11]

Outra preocupação permanente dos reguladores é com relação ao grau de intervenção que devem ter sobre as atividades correntes dos mercados, particularmente frente aos ciclos de valorização dos mercados de ativos. Todas as grandes crises financeiras foram decorrentes da exploração de gigantescas bolhas especulativas nos mercados de ativos (ações, imóveis e títulos), amplamente apoiadas pela expansão do crédito.

---

11 "The only thing useful banks have invented in 20 years is the ATM. (...) Now, I have no doubts that it moves around the rents in the financial system, but not only this as it seems to have vastly increased them."

No mesmo sentido, outro ex-presidente do FED, Alan Greenspan, advogava que, nos anos 1990, as autoridades financeiras deveriam se eximir de intervir sobre o ciclo de negócios pelo simples fato de que os reguladores não dispõem de melhor informação do que os atores de mercado. Na sua opinião, o governo deveria deixar os processos de valorização seguirem seu curso e, se necessário, atuar no final para ajudar na "limpeza dos escombros", caso uma crise viesse a ocorrer. Era o dilema do "*lean or clean*" (ir contra o vento ou limpar os detritos da crise), no qual a visão então predominante favorecia a adoção da segunda opção (Mishkin, 2011).

4 Um Breve Histórico da Experiência Internacional

4.1 Da Crise de 1930 ao Início da Globalização Financeira

A regulação financeira, tal como a conhecemos nos dias de hoje, tem origem na Crise de 1930. Até então, a preocupação central dos reguladores públicos ou privados era com a liquidez de cada banco, ou seja, com a capacidade de cada instituição isoladamente conseguir atender aos saques de seus depositantes. Essa inquietude por parte das autoridades decorria de uma característica intrínseca ao negócio dos bancos comerciais, uma vez que no balanço dessas instituições existe um descompasso natural entre o prazo mais curto dos depósitos captados pelos bancos, em que uma parte é à vista, e o horizonte mais longo das operações de empréstimo que realizam. Assim, para atender à demanda corrente de liquidez de seus depositantes, essas instituições sempre foram obrigadas a manter uma determinada proporção mínima entre os depósitos que emitiam e o volume que mantinham em caixa na forma de papel moeda ou de reservas junto ao banco central (encaixes).

Posteriormente, surgiu a necessidade de se fazer frente a situações emergenciais de pânico. Ilustrando, no caso de os bancos comerciais serem objeto de uma crise de confiança, os clientes tendem a correr para sacar seus recursos, já que os primeiros "da fila" têm mais chance de serem atendidos do que os demais. Além disso, a "corrida" em um determinado banco tende a se repetir em outros, uma vez que as instituições normalmente realizam muitos empréstimos de curto prazo entre si, através do mercado interbancário. Se esse movimento se generaliza e se transforma em um pânico, o funcionamento do sistema bancário pode ser negativamente afetado, comprometendo os sistemas de pagamentos e, consequentemente, o nível de atividade econômica.

Para fazer frente a esse tipo de emergência, os bancos centrais assumiram a função de "emprestadores de última instância". Ou seja, começaram a socorrer

emergencialmente os bancos que enfrentassem saques em volumes superiores ao de suas reservas líquidas e que já não tinham mais como obter recursos líquidos junto a outras instituições financeiras. Com isso, evitavam-se as corridas bancárias e a disseminação do pânico.

A Crise de 1930 mostrou que essas práticas de gerenciamento da liquidez dos bancos não eram capazes de lidar com o risco sistêmico, ou seja, com a questão da estabilidade do sistema financeiro como um todo. Como em um "castelo de cartas", a adoção de medidas prudenciais de restrição a empréstimos para preservar a liquidez por parte de um banco, se adotada de forma generalizada, torna-se automaticamente um fator de crise sistêmica. Além disso, generalizou-se o entendimento de que os excessos do sistema bancário, como a expansão rápida do crédito associado a uma bolha especulativa com imóveis, ações etc., tinham sido responsáveis pela Grande Depressão. De acordo com Komai e Richarson (2011):

> *"Thousands of banks failed during the contraction beginning in 1929 and continuing until March 1933. Policy makers believed the collapse of the financial system contributed to the length and depth of the recession. (...) In early 1933, the public lost faith in banks in general. Depositors fled from the financial system, forcing twenty-eight states to close all financial institutions and eventually forcing the president to declare a national banking holiday, which shut down all financial institutions for seven business days before gradually resuscitating the financial system. In response to this disaster, the federal government changed the structure of financial regulation".*[12]

Esse diagnóstico deu lugar, nos Estados Unidos, a um novo modelo de regulação, pautado pela segmentação e pela regionalização dos mercados. Os grandes conglomerados financeiros foram compulsoriamente divididos em instituições de menor porte, especializadas e com atuação limitada geograficamente. Assim, os bancos comerciais se limitariam a captar depósitos à vista ou de curto prazo e disponibilizariam esses fundos apenas para empréstimos de capital de giro (crédito de curto prazo) dentro de um estado norte-americano. Os bancos de investimento, por sua vez, proveriam crédito de longo prazo, com recursos captados também a

12 "Milhares de bancos faliram durante a contração (da economia) que começou em 1929 e continuou até março de 1933. As autoridades formuladoras de políticas acreditavam que o colapso do sistema financeiro contribuiu para a duração e a profundidade da recessão. (...) No início de 1933, o público não tinha mais fé nos bancos em geral. Depositantes retiravam seus recursos do sistema financeiro, levando 28 estados a fechar todas as instituições financeiras e posteriormente o presidente a declarar um feriado bancário nacional, que fechou as portas de todas as instituições financeiras por sete dias úteis, até que o sistema financeiro fosse gradualmente ressuscitado. Em resposta a esse desastre, o governo federal mudou a estrutura da regulação do sistema financeiro" (tradução livre).

longo prazo, e as corretoras intermediariam as operações de vendas de títulos de dívida pública ou corporativa. Era proibida a formação de grupos financeiros (*holdings*) que controlassem instituições em diferentes mercados ou regiões.

Além disso, o governo passou a intervir fortemente no funcionamento dos mercados. Foram fixados limites para as taxas de juros, o que gerava um grande desincentivo à competição em preços entre esses atores e à inovação financeira. Ampliou-se muito o direcionamento do crédito a setores considerados essenciais, como o setor imobiliário, a agricultura, etc., inclusive por meio da constituição de instituições financeiras públicas[13]. Ao lado dessa regulação intervencionista, o governo americano criou também o seguro de depósito para aplicações de menor porte.

Essa configuração regulatória e institucional se manteve, com poucas mudanças, até a década de 1980, quando os países mais ricos, liderados pelos Estados Unidos, realizaram uma ampla revisão no modelo. Os princípios adotados na década de 1930 foram sendo relaxados e deram lugar a um sistema financeiro radicalmente diferente, liberalizado e globalizado. As barreiras regionais, setoriais e mesmo nacionais foram abolidas, levando as diferentes instituições – bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras de valores, etc. – a concorrerem diretamente entre si. Adicionalmente, as limitações às taxas de juros e à inovação financeira foram removidas e a conglomeração financeira voltou a ser autorizada. Ao mesmo tempo, os controles de capital entre os países foram sendo relaxados, o que permitiu a integração dos diferentes mercados financeiros nacionais a um mercado global.

Destaca-se que o governo americano promoveu a reforma radical da regulação de seu sistema financeiro, como resposta a dois tipos de pressão. A primeira, de natureza econômica, estava associada, a partir dos anos 1980, à entrada maciça de bancos estrangeiros nos EUA e à internacionalização das instituições americanas, o que fez com que estas enfrentassem uma concorrência mais acirrada[14]. Nesse contexto, os bancos locais protestaram junto ao governo dos EUA contra o fato de que seus competidores estrangeiros, por terem sede em outros países, estavam sujeitos a regras regulatórias mais brandas do que as que eram aplicadas nos

13 Nos Estados Unidos, os primeiros bancos públicos federais datam de 1916 e tinham por função prover crédito de curto prazo para a agricultura (Komai e Richardson, 2011).

14 Os EUA eram, e ainda são, o mercado financeiro mais amplo, líquido e profundo existente e são os emissores da principal moeda internacional.

Estados Unidos e que isso lhes proporcionava ganhos elevados em termos de competitividade[15].

Para garantir o nivelamento da concorrência, foi necessário introduzir duas alterações importantes na regulação americana. A primeira foi a adoção de modelos de organização empresarial que já eram dominantes no resto do mundo. Os europeus e os japoneses, em lugar de um sistema segmentado, haviam permitido que seus bancos operassem em todos os mercados financeiros e em escala nacional. Era modelo dos "bancos universais". Ademais, tinham poucas restrições à existência uma elevada concentração em seus mercados.

Para que os bancos americanos pudessem adotar essa nova configuração, a legislação adotada após a Crise de 1930 foi sendo paulatinamente desmantelada, dando lugar a um modelo mais parecido com o adotado nos demais países avançados. Deste modo, foram tomadas duas medidas mais importantes. A primeira foi autorizar a formação de conglomerados financeiros (*holdings*) que oferecessem todo o tipo de produtos. Ao mesmo tempo, as limitações geográficas à atuação dos bancos foram eliminadas, permitindo que as instituições financeiras pudessem operar em âmbito nacional.

A segunda alteração regulatória relevante foi o nivelamento das regras de regulação prudencial de todas as instituições internacionais, não importasse seu país de sede. Assim, todos os bancos com atuação internacional estariam sujeitos aos mesmos parâmetros mínimos de liquidez e de alavancagem. Esse passo, diferentemente dos anteriores, não podia ser tomado pelos EUA isoladamente. Havia a necessidade da cooperação com os reguladores das nações mais ricas. Isso foi alcançado por meio dos diferentes Acordos de Basileia, os quais serão analisados mais a frente, firmados pelos principais bancos centrais do mundo e, na falta de um entendimento, os governos que não aderissem, ficariam sujeitos a retaliações dos EUA (Tarullo, 2008).

Outro foco de pressão por mudanças regulatórias foi de natureza político-estratégico e estava relacionado às necessidades de funcionamento do novo sistema monetário internacional que, a partir de 1971, passou a ser baseado em taxas de câmbio flexíveis. Naquele ano, o governo americano decretou unilateralmente o fim do antigo regime de Bretton Woods, baseado em taxas de câmbio fixas, o qual havia sido criado ao final da 2ª Guerra Mundial (1945). Era um tratado internacional por meio do qual os países ocidentais assumiam a obrigação de

15 A pressão privada pela desregulação do mercado financeiro americano é, no entanto, mais antiga e remonta ao início dos anos 1970, quando os EUA suspenderam a conversibilidade do dólar em ouro e, concomitantemente, adotaram um regime de taxas de câmbio flexíveis.

sustentar taxas de câmbio fixas para suas moedas frente ao dólar americano. Em contrapartida, os EUA garantiam a conversibilidade de sua moeda em uma quantidade predeterminada de ouro. Deve-se destacar que eventuais mudanças nessas paridades teriam que ser autorizadas em comum acordo por todos os parceiros.

Com o fim de Bretton Woods, os EUA se sentiram livres para aumentar, em muito, seus déficits externos, inundando o resto do mundo com sua moeda. Para evitar um problema de aceitação, era necessário reciclar esse volume crescente de dólares circulando no exterior e torná-lo desejável para os investidores estrangeiros. Isso requeria que o mercado financeiro americano tivesse condições de oferecer aos estrangeiros ativos a taxas de juros que fossem consideradas atraentes.

Tornava-se, portanto, necessário abandonar o modelo regulatório dos anos 1930, em favor de mudanças que fossem mais condizentes com os modelos adotados nos centros financeiros mais liberalizados, entre os quais o euro-mercado era o mais importante. Na medida em que o mercado norte-americano foi sendo liberalizado, outras grandes praças financeiras, como Londres e Tóquio, seguiam o mesmo percurso sob pena de deixaram de ser competitivas. Feito isso, não restou aos demais países muitas opções além de seguirem os passos da liberalização interna e externa dos seus mercados financeiros (Helleiner, 1994).

4.2 Os Acordos de Basileia I e II

O primeiro acordo de Basileia (Basileia I), firmado em 1988, foi a expressão, no nível internacional, da necessidade de expor os bancos americanos a uma ampla concorrência internacional, o que não poderia ser alcançado apenas com as medidas adotadas nos Estados Unidos. Para tanto, era importante que houvesse uma convergência regulatória nessa área em todo o mundo, sob pena de "prejudicar" concorrencialmente as instituições financeiras americanas.

Diante da inexistência de um organismo com poderes para determinar as regras financeiras na ordem global, utilizou-se para esse fim o fórum de discussão regulatória internacional dos bancos centrais, o qual já existia em um banco internacional sediado em Basileia, na Suíça, o chamado Comitê de Supervisão Bancária do Banco de Compensações Internacionais (BIS)[16]. Destaca-se que os

16 Inicialmente este Comitê, então nomeado Committee on Banking Regulations and Supervisory Practices, foi criado no âmbito do G10, no ano de 1974, e depois foi incorporado ao BIS sob a nova alcunha, Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). Para uma história resumida do Comitê de Basileia, ver BCBS (2015).

acordos firmados nesse âmbito precisaram ser, posteriormente, transformados em normas nacionais pelos bancos centrais nacionais para terem eficácia.

Essa preocupação com o rápido nivelamento da concorrência entre os bancos internacionais fez com que o Acordo de Basileia I tivesse algumas características importantes. A primeira é ser voltado para um público muito particular, os bancos com atuação internacional. A segunda é que focavam em um aspecto específico da regulação financeira, a relação entre o volume de capital de bancos e o valor dos ativos que estes podiam deter, ou seja, o nível de alavancagem.

Essa abordagem diferia muito da tradição da regulação prudencial até então praticada, a qual tinha como objeto a liquidez dos bancos e não a equalização de condições competitivas. Agora, se pretendia explicitamente limitar a capacidade de estas instituições expandirem seus negócios e, além disso, tornar essa regra mais rígida quanto maior o risco que fosse assumido. Esperava-se, assim, que os acionistas passassem a ficar preocupados com a qualidade do ativo dos seus bancos e que o capital próprio dos bancos absorvessem parte crescente das perdas, caso verificadas.

A implementação dessas medidas teve um caráter absolutamente tutelar. Foram criadas quatro categorias de risco de crédito, cada uma associada a um percentual de comprometimento do capital dos bancos. Assim, por exemplo, os títulos públicos do governo local foram considerados isentos de risco e, portanto, os bancos não comprometeriam capital se aplicassem nesses ativos, portanto o coeficiente de ponderação de risco a ser utilizado era zero. Os títulos representativos de hipotecas (crédito imobiliário)[17], caso fossem tidas por crédito de primeira linha (*rating* AAA), comprometeriam o capital próprio dos bancos em 20% do montante aplicado. Já no caso de financiamento a outros bancos, esse percentual seria de 50% e sobre o restante incidiria o fator de 100%. Além disso, o capital de cada banco teria que superar o limite de 8% frente à soma de seus ativos ponderados por essa matriz de coeficientes de risco.

O capital regulatório para fins da aplicação dessas limitações era composto por duas parcelas. A primeira, conhecida por Capital de Nível 1 (*Tier 1*), corresponde basicamente ao que se considera o Patrimônio Líquida da instituição. A segunda, o Capital de Nível 2 (*Tier 2*), consiste em "formas menos puras de capital" (Castro, 2009) e foi limitada ao valor do Capital de Nível 1. Sobre o Nível 2, os bancos centrais locais tinham um grande grau de discricionariedade.

17 Em inglês, mortgage backed securities (MBS).

A terceira característica de Basiléia I era a simplicidade e objetividade. Os critérios eram claros e homogêneos para todos os bancos, apesar de grosseiros. Cada banco central podia adequar as regras às características de seu mercado, desde que respeitasse os limites mínimos fixados no Acordo.

A despeito de realizar o nivelamento da concorrência internacional, o Acordo teve, inesperadamente, um impacto regulatório muito mais amplo. Em pouco tempo se percebeu que as novas regras também atendiam a uma outra questão que vinha sendo objeto de preocupação dos reguladores há algum tempo e que até então não tinha sido normatizada, o risco moral. Esse problema está associado à contradição entre o interesse privado da maximização de lucro dos bancos e os mecanismos de proteção que os governos oferecem aos depositantes. Uma vez em que operam basicamente com recursos de terceiros e não com os seus próprios, os bancos tendem a optar pelos credores mais arriscados e que, portanto, oferecem as melhores taxas. Ao mesmo tempo, o seguro público torna os clientes indiferentes aos resultados do banco a que confiaram seus recursos. A estratégia reguladora falhava ao não incentivar as instituições financeiras a construir posições ativas mais seguras.

Nesse contexto, a imposição de coeficientes de capital aos bancos passou a ser vista como uma iniciativa que mitigava esse problema. Na medida em que os bancos empenhassem seu capital nos empréstimos que estavam fazendo, em proporção crescente ao seu risco, mais expostos estariam a esse resultado. Assim, Basileia I passou a ser vista como uma medida importante de regulação prudencial. Por isso, foi imediatamente generalizada a todos os bancos, e não apenas àqueles de atuação internacional, como originalmente proposto. Essa generalização ocorreu não apenas nos países industrializados, mas foi também seguida pelos países menos desenvolvidos, os quais, saídos das várias crises externas, queriam ser considerados bons riscos pelos mercados financeiros dos países centrais[18].

A despeito desses benefícios, as novas normas geraram alguns efeitos negativos inesperados. O primeiro deles foi o incentivo aos bancos em adotar comportamentos que comprometiam a efetividade das regras. A tabela de coeficientes de risco, por exemplo, por ser tutelar e grosseira, não era uma exata representação da avaliação dos riscos que os mercados estavam fazendo no dia a dia. Abriu-se, assim, a possibilidade de ganhos de arbitragem, o que ia contra os propósitos das medidas. Um exemplo disso, era o fato de os países ricos, membros

18 Também houve certa pressão de órgãos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial, para adoção dos padrões de Basileia por países emergentes.

da Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento[19], terem sido todos classificados como risco zero. Deste modo, as regras de Basileia I estimulavam que as carteiras dos bancos se concentrassem nos países deste grupo, onde os mercados, no entanto, não consideravam isentos de risco, conforme refletido nos *spreads* de risco das taxas de juros. Entretanto, esta avaliação de risco não se refletia no comprometimento de capital regulatório, que era nulo.

Outro lapso da norma era o fato de tratar desigualmente os créditos bancários perante os títulos de dívida corporativas. Enquanto o primeiro reduziam a capacidade de os bancos expandirem seus negócios, a aquisição de dívida securitizada das empresas não era contada para fins de cálculo das margens regulatórias dos bancos. Basileia I acabou, assim, gerando um grande incentivo à securitização.

A identificação dessas fragilidades, adicionada à pressão exercida pelos bancos (Tarullo, 2008), levou os reguladores internacionais a colocar em prática uma nova geração de normas internacionais, as quais foram conhecidas como Basileia II. Uma das bases da nova metodologia era atribuir aos bancos a responsabilidade pela geração dos coeficientes a serem aplicados como fatores de ponderação de risco para limitar a sua própria alavancagem. Abandonava-se, assim, a perspectiva tutelar de supervisão financeira, rompendo-se com uma tradição de muitas décadas.

De acordo com Carvalho (2005):

> *"Tudo indica que este rompimento se deu menos pela persuasão de que se poderia confiar no mercado para tomar as precauções adequadas e muito mais pela percepção da limitação da capacidade dos reguladores em antecipar movimentos adversos por parte dos bancos e criar os obstáculos adequados para detê-los. A capacidade inovadora das instituições financeiras em ambiente de desregulação e liberalização tornou a supervisão detalhista e intrusiva do século XX praticamente impossível, a não ser que se decidisse reverter dramaticamente as mudanças por que passaram os mercados até então. A focalização das atenções nas estratégias de risco, mais do que nas suas manifestações especificas, foi menos uma escolha por parte dos reguladores do que um choque de realidade com respeito às suas limitações".*

Na prática, os reguladores permitiram que os bancos pudessem utilizar seus próprios modelos para arbitrar os coeficientes de risco de crédito de suas carteiras,

19 Do inglês Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). Sobre a OECD, seus membros e propósitos, ver: www.oecd.org/about/.

desde que autorizados. Essa abordagem já havia sido utilizada anteriormente quando, ainda na vigência de Basileia I, os reguladores se depararam com a necessidade de os bancos também passarem a provisionar capital ante o risco de mercado de suas carteiras, ou seja, o risco associado à variação dos preços dos títulos que possuíam em suas carteiras. Havia enormes dificuldades nessa tarefa, até pela simples inexistência de dados para realizar esse cálculo.

Basileia II introduziu ainda uma nova exigência de capital associada ao chamado risco operacional, que reúne a probabilidade de perdas resultantes de processos internos, pessoas e sistemas inadequados ou falhos ou de eventos externos. Era uma manifestação de que as autoridades reconheciam que:

> *"(...) o desenvolvimento tecnológico, o crescimento do e-commerce, a intensificação de processos de fusões e aquisições entre instituições com sistemas distintos, a emergência de bancos como provedores de diversos serviços e até mesmo o uso crescente de técnicas que mitigam o risco de mercado e de crédito havia tornado extremamente complexas e arriscadas as atividades correntes dos bancos." (Castro, 2009: 77)*

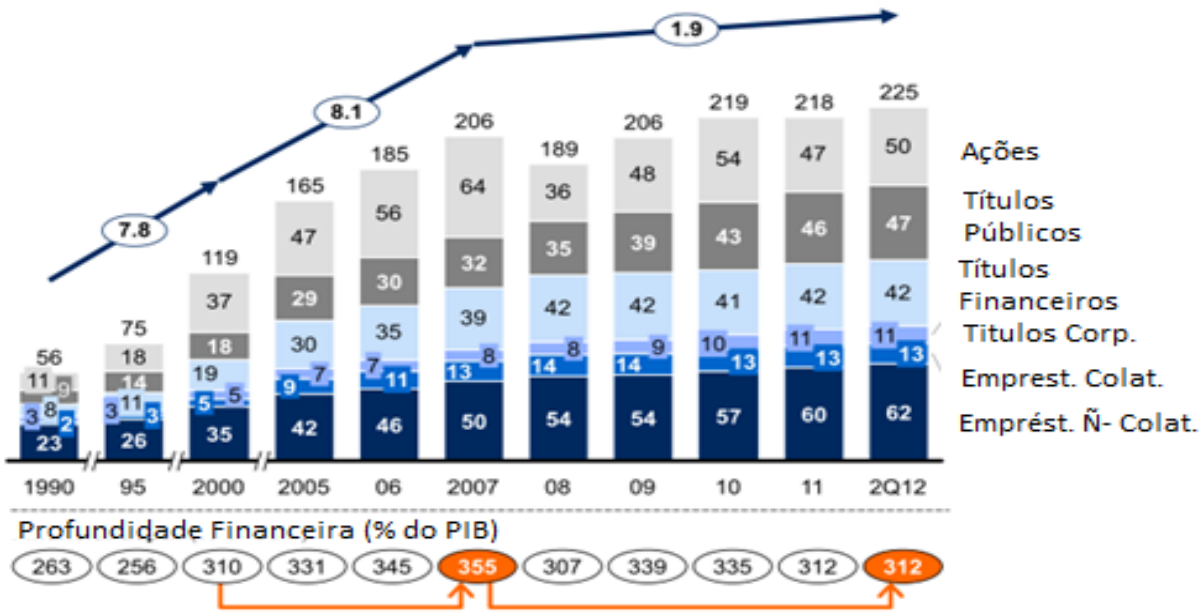
Adicionalmente ao Pilar 1, o qual reúne as exigências de capital associadas a risco, Basileia II introduziu duas novas dimensões no trabalho regulatório, a Inspeção Regulatória e a Disciplina de Mercado, respectivamente chamados de Pilares 2 e 3. O Pilar 2 busca transformar a atividade de supervisão rotineira, até então muito baseada na troca de documentos, em uma forma mais ativa e constante de interação entre regulados e reguladores, principalmente em temas como concentração de carteira e risco de juros nos títulos em carteira. Já o Pilar 3 foca na transparência por meio da padronização dos procedimentos contábeis e de divulgação de informações. Destaca-se que o intuito é incentivar a disciplina e a autorregulação do mercado, de modo a permitir que clientes e investidores exerçam pressão sobre os administradores através de movimentos de mercado.

Apesar de estabelecerem regras mais amplas e até mais intrusivas na administração dos bancos, Basileia I e Basileia II não foram elementos que barraram a expansão dos mercados financeiros internacionais, cujas características foram as taxas elevadas e relativamente estáveis, a importância do crédito como mecanismo de expansão dos ativos financeiros, a redução das margens de liquidez dos bancos e a elevada concentração em poucas instituições.

4.3 O Impacto dos Acordos de Basileia I e II Sobre os Mercados Financeiros

A despeito do caráter aparentemente restritivo que os Acordos de Basiléia exerceram sobre a atividade financeira e, particularmente, sobre os bancos, os mercados se expandiram rapidamente entre os anos 1990 e a Crise de 2008. De acordo com o McKinsey Global Institute (2014), o estoque total de ativos existentes no mundo em 2012 atingiu US$ 225 trilhões, isto é, pouco mais de três vezes o PIB global. Entre 1990 e 2007, ano que antecedeu a crise financeira internacional, as taxas de crescimento destes ativos foram bastante elevadas, atingindo 8% ao ano. Com isso, o volume de ativos praticamente se multiplicou por quatro no período, muito à frente do crescimento da renda, como pode ser verificado no Gráfico 2.

Gráfico 2: Estoque Global de Dívidas e Ações[1] (US$ trilhões[2])



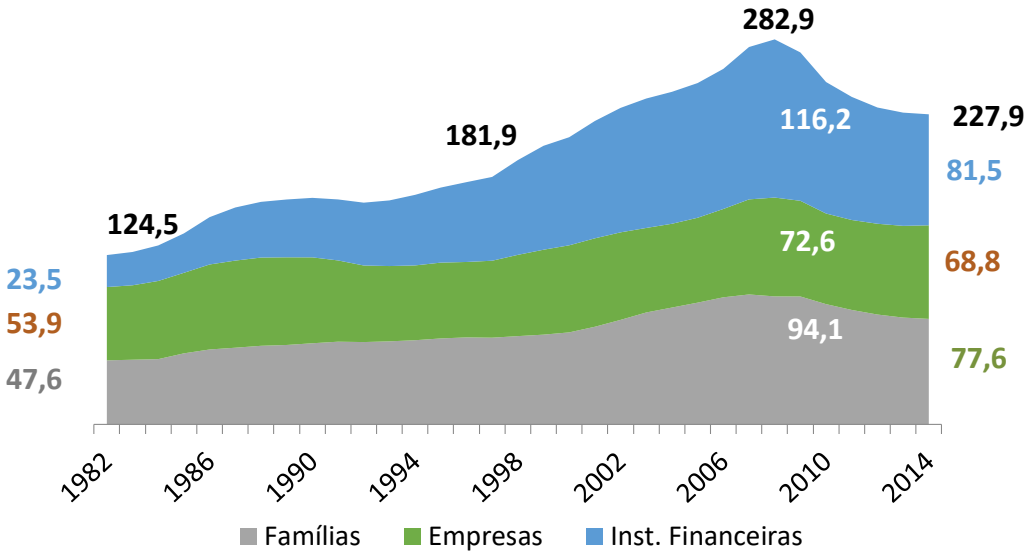
Fonte: McKinsey Global Institute Financial Assets Database; McKinsey Global Institute analysis.

1. Baseado numa amostra de 183 países.

2. Fim de período, taxas de câmbio de 2011.

Esse processo se apoiou na expansão mais intensa do crédito ao setor privado. Nos Estados Unidos, por exemplo, a relação desse indicador com o PIB passou de quase 125%, em 1982, para um máximo de 283%, em 2007, liderado pela demanda advinda de instituições financeiras, assim como o indicado no Gráfico 3.

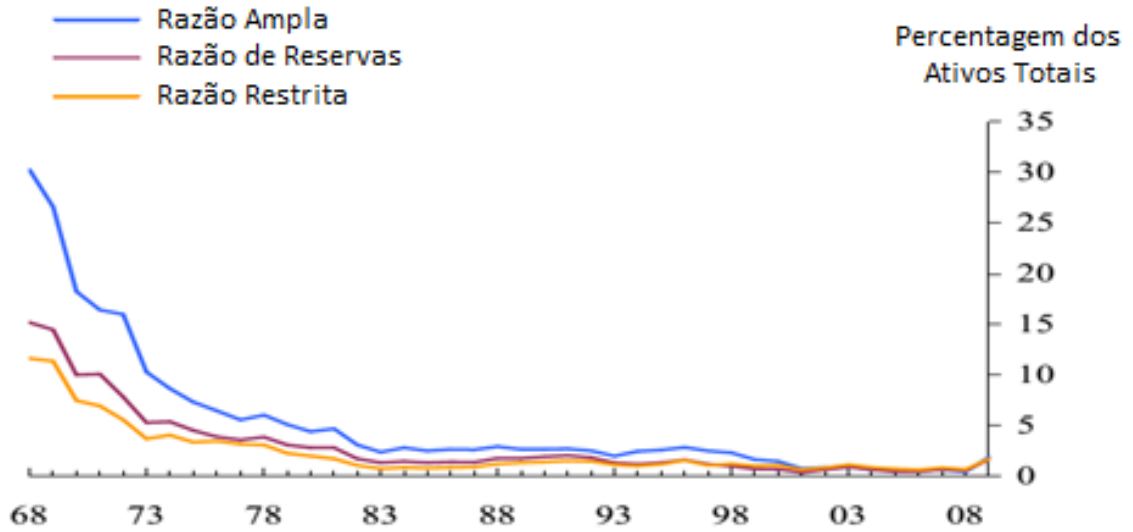
Gráfico 3: Crédito ao Setor Privado nos Estados Unidos (% PIB)



Fonte: FED, 2015.

Finalmente, a preocupação com a liquidez dos bancos praticamente desapareceu do horizonte dos bancos e dos reguladores. Como pode ser visto no Gráfico 4, a participação dos ativos líquidos no total do balanço dos bancos do Reino Unidos decresceu sustentadamente desde o final dos anos 1960 e se tornaram desconsideráveis.

Gráfico 4: Ativos líquidos em relação aos ativos totais em libras esterlinas (%)



Fonte: Banco da Inglaterra (BoE) e cálculos das instituições financeiras.

(a) Razão ampla: Moeda + depósitos no BoE + moeda empenhada + títulos elegíveis + UK gilts.

(b) Razão de reservas (proxy): depósitos no BoE + moeda empenhada + títulos elegíveis.

(c) Razão restrita: moeda + depósitos no BoE + títulos elegíveis.

5 As Respostas à Crise de 2008: Basileia III e a Nova Legislação Americana

A Crise de 2008 teve um impacto sem precedentes em termos de desestruturação dos mercados financeiros e, consequentemente, de questionamento dos modelos regulatórios que vinham sendo adotados desde os anos 1990. A exemplo de 1930, o sistema financeiro foi novamente considerado responsável pela recessão que se seguiu e pela retomada pífia do nível de atividade desde então. Os Estados, para conter o risco sistêmico, foram obrigados a realizar múltiplas intervenções para sustentar o nível da atividade econômico e do valor dos ativos. O resultado foi um aumento brutal no endividamento público e no volume de moeda em circulação. Apesar de o choque financeiro inicial ter sido contido, a economia mundial, passados sete anos do evento, continua a sofrer suas consequências.

Os bancos foram poupados da acusação de protagonistas do evento, mas foram considerados responsáveis pela elevada proporção que a crise tomou por conta da "*alavancagem excessiva, capital inadequado e de baixa qualidade e dos colchões de liquidez insuficientes*" (BCBS, 2010). Ademais, os modelos regulatórios que estavam em marcha tanto a nível nacional (desregulação) quanto internacional (Basileia II) foram postos em tela de juízo. Desde então, foram tomadas medidas, tanto por governos nacionais quanto pelas instituições globais, no sentido de eliminar as fragilidades que a crise havia evidenciado. O processo de "re-regulação" dos mercados ainda está em curso e algumas das medidas mais importantes já realizadas ainda estão em processo de implementação.

O novo conjunto de decisões regulatórias de impacto global foram denominadas Basileia III, apesar de se tratarem, formalmente, de adaptações ao Acordo de 2004 (Basileia II) e não de um novo instrumento. Em 16 de dezembro de 2010, o Comitê de Basileia adotou regras que tiveram como foco a quantidade e a qualidade do capital dos bancos, a liquidez dessas instituições e seus níveis de alavancagem.

No que se refere ao capital requerido no Pilar 1, o limite global mínimo requerido de 8% foi mantido. Entretanto, a parcela referente ao Capital de Nível 1 do total de ativos ponderados por risco (ações e lucros retidos) foi aumentada de 2% para 4,5%. Destaca-se que os níveis baixos de capital próprio até então admitidos pela regulação corrente foram considerados impróprios para conter estratégias de elevado risco adotadas pela administração dos bancos e para suportar os choques de mercado.

Essa preocupação levou ainda a que se introduzisse um novo limite à capacidade de alavancagem dos bancos, sob a forma de uma "razão de alavancagem". De acordo com o Comitê (BCBS6: 3), "*o objetivo é desenvolver uma medida simples,*

transparente, que não seja baseada em risco, e que seja calibrada para agir como uma medida suplementar, com credibilidade, aos requisitos baseados em risco". Com esse objetivo, as instituições, ademais de atender aos coeficientes ponderados por risco, passaram a ter que observar também um percentual de 3% entre a parcela de Nível 1 do seu capital e o total de ativos, de qualquer natureza, que carregam. Esse novo indicador busca responder ao problema da opacidade e da complexidade que afeta as operações dos bancos e das regras regulatórias até então adotadas.

O Comitê determinou ainda que os bancos adotassem dois novos colchões de capital com o propósito de reduzir o caráter pró-cíclico de Basileia II. Deveriam fazer uma reserva de até 2,5% de Capital Próprio (*Common Equity Tier 1 Capital*) a ser integralizado durante os períodos de mais rápido crescimento, como uma reserva a ser utilizada para amortecer perdas nas fases recessivas da economia, parcela chamada de "capital de conservação". Além disso, deveria constituir uma outra reserva de até 2% de Capital de Nível 1 a ser constituído nas fases de crescimento excessivo do crédito por demanda das autoridades regulatórias, parcela chamada de "capital anticíclico".

Nota-se que um dos grandes efeitos da crise foi trazer de volta a liquidez como um tema de primeira linha na agenda da regulação bancária. De acordo com o Comitê (BCBS4:5), "*uma característica chave da crise financeira foi a administração imprecisa e ineficiente do risco de liquidez*". Além disso, afirmou que:

> "*Liquidez é um elemento crítico da resistência de um banco a estresse, e como tal, um banco deveria manter um colchão de liquidez, composto de ativos líquidos desonerados, de alta qualidade, para protegê-lo contra eventos de estresse de liquidez, incluindo perdas potenciais de fontes de financiamento, colateralizadas ou não" (BCBS1: 12).*

Para o setor bancário, a liquidez envolve dois tipos de risco diferentes. O primeiro é a liquidez de mercado e se refere à capacidade de o dono de um ativo vendê-lo rapidamente sem auferir perdas significativas. O segundo é a liquidez relacionada ao prazo dos recursos captados pela própria instituição, tendo em vista a maturidade dos ativos que tem em carteira. Para isso, é necessário que disponha de linhas de crédito compatíveis.

Para lidar com esses problemas, o Comitê criou dois novos índices a serem observados pelos bancos. O primeiro, de curto prazo, foi chamado de *Liquidity Coverage Ratio* (LCR) ou índice de cobertura de liquidez, na tradução realizada na regulação brasileira, indicador de liquidez de curto prazo. Seu propósito é assegurar que os bancos mantenham em seu portfólio ativos líquidos de alta qualidade para que possam atender a situações adversas que requeiram esforços de

curto prazo (30 dias). Já o segundo, de longo prazo, tomou o nome de *Net Stable Funding Ratio* (NSFR) ou índice de captação líquida estável, na tradução realizada na regulação brasileira, indicador de liquidez de longo prazo, e tem como objetivo evitar descasamentos entre o ativo e o passivo em um horizonte maior de tempo.

Alguns países não esperaram as decisões de Basileia III em adotar uma nova legislação para a regulação financeira em seu território e os Estados Unidos foram um exemplo disso. Em 2010, aprovaram a Lei Dodd-Frank[20] que promoveu grandes alterações no modelo regulatório americano. Nas áreas em que a nova legislação teve interface com Basiléia III, os indicadores americanos foram mais restritivos que os internacionais. Além disso, a nova lei promoveu uma centralização da atividade reguladora americana, a qual historicamente se montou em uma base multi-institucional descentralizada. Todas as agências passaram a se reportar ao Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (CSEF), que é comandado pelo Banco Central americano, o Federal Reserve.

Outra iniciativa importante foi a tentativa de retomar alguma segmentação do sistema bancário, apesar de em bases diferentes da que existiu no período pós 1930. Deste modo, foi criado um conceito de instituições que possam ser fonte de risco sistêmico, a instituição sistemicamente importante (SIFI), já mencionada anteriormente. Todos os bancos com ativos superiores a US$ 50 bilhões foram automaticamente incluídos nessa categoria. O CSEF pode, no entanto, enquadrar como sistemicamente relevante quaisquer outras instituições, sejam elas financeiras ou não, e as SIFIs estão sujeitas a um modelo regulatório diferenciado das demais.

Outra provisão segmentadora do mercado foi a chamada "Regra de Volcker" (Volcker Rule), cujo intuito era restringir a capacidade de instituições financeiras que contam com suporte do governo de realizarem, por conta própria, operações consideradas como de elevado risco, a exemplo de investirem em fundos de *private equity* ou fundos de *hedge.*

A Lei Dodd-Frank também estipula, entre outras coisas, que:

i. Derivativos de balcão sejam liquidados em ambientes centralizados públicos, de modo garantir mais publicidade a essas transações;
ii. Os originadores de títulos colateralizados em ativos retenham no mínimo 5% de suas emissões;
iii. As agências classificadoras de risco sejam reguladas pelo governo; e
iv. Os reguladores tenham poder para liquidar instituições financeiras mais rapidamente.

20 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, publicada em 21 de julho de 2010.

Em meio a este contexto, a nova matriz regulatória acaba por resgatar uma maior tutela dos reguladores perante os participantes do sistema financeiro em geral e não só perante as instituições bancárias, abrindo espaço para o escrutínio de como outros agentes podem engendrar riscos sistêmicos e para a adoção de práticas para mitigar tais riscos, de forma correspondente. Mesmo a reforma regulatória ainda estando em curso, já é possível constatar a maior ingerência dos reguladores sobre as instituições e uma maior capitalização das instituições, isto é, a recuperação das margens de segurança erodidas. A eficácia do novo arcabouço, entretanto, ainda está para ser testada.

6 A Experiência Brasileira Pós-Plano Real

Em termos de regulação financeira, o Plano Real (1994) está para o Brasil assim como a Crise de 1930 está para os Estados Unidos. Em ambos países, um fato econômico extraordinário desencadeou uma profunda ruptura nos padrões regulatórios até então vigentes.

O programa de reformas financeiras que as autoridades brasileiras perseguiram naquele momento teve dois objetivos mais importantes. O primeiro objetivo era conectar o Brasil ao sistema financeiro internacional globalizado que, em meados dos anos 1990, já estava maduro e em franca expansão (Torres, 2014). Desse ponto de vista, foram sendo paulatinamente adotadas, no país, algumas das melhores práticas regulatórias internacionais.

Com isso, pretendia-se gerar condições para que o Brasil passasse a ser visto novamente como uma oportunidade de aplicações financeiras de estrangeiros, mas com um foco direcionado para uma nova geração de investidores residentes no exterior, os quais, diferentemente dos anteriores, se dispunham a adquirir ativos financeiros registrados e denominados em moeda local (ações, títulos de dívida etc.). Para tanto, era essencial que os mercados bancário e de capital obedecessem a regulações sistêmicas, prudenciais e de conduta, que atendessem aos padrões globais, e que as regras de câmbio não criassem impedimentos relevantes à entrada e à saída de seus recursos.

Para tanto, promoveram-se mudanças na Constituição e em mecanismos legais, eliminando tratamentos preferenciais aos capitais domésticos. Permitiu-se, também, a entrada de bancos estrangeiros no mercado doméstico, usando em boa medida os programas de privatização das instituições financeiras estaduais. Além disso, modificaram-se as regras cambiais de forma a facilitar o acesso de

estrangeiros aos mercados de capitais domésticos e desenvolveu-se um amplo e líquido mercado de derivativos cambiais.

O segundo objetivo era robustecer as instituições financeiras locais, em particular os bancos, de modo a eliminar, de uma vez por todas, com uma das principais fontes domésticas de instabilidade macroeconômica, a elevada fragilidade financeira do sistema bancário doméstico e, sua contraparte, a limitada capacidade estabilizadora do Banco Central. Diante isso, optou-se por promover uma mudança estrutural no mercado. A necessidade de garantir um ambiente financeiro doméstico seguro e resiliente a crises fez com que a nova regulação promovesse um elevado grau de tutela das autoridades regulatórias sobre o mercado, adotando-se, muitas vezes, regras mais rígidas que aquelas vigentes nos sistemas financeiros mais desenvolvidos.

As linhas gerais da reforma foram o robustecimento das instituições, a concentração de mercado, a baixa competição por inovação de produto e por preço e a eliminação ou neutralização dos bancos controlados pelos governos estaduais. Diante da experiência de sucessivas crises bancárias ao longo da década anterior ao Plano Real, as autoridades tinham claro que o redesenho do sistema financeiro era um elemento essencial para o sucesso, no longo prazo, do programa de estabilização de preços iniciado em 1994.

Essas reformas atingiram o objetivo de mudar completamente a estrutura e o funcionamento do sistema financeiro nacional. Porém, a despeito da maior robustez e da modernização promovida, a entrada de capitais externos foi relativamente pequena até 2003. A existência de reservas internacionais limitadas deixou o país muito exposto a elevadas flutuações no nível de atividade, acompanhando as condições de liquidez do mercado internacional. Houve crises importantes em 1994, 1998 e 2001 e as taxas de crescimento nesse período foram baixas em termos históricos e inferiores à media da economia internacional. As taxas de juros continuaram muito elevadas e o nível de crédito ao setor privado continuou muito baixo para os padrões internacionais, inferior a 30% do Produto Interno Bruto (PIB).

Esse quadro macroeconômico começou, no entanto, a ser revertido a partir de 2004, quando o Brasil iniciou um ciclo de crescimento mais elevado e prolongado, o qual foi o mais longo e mais intenso desde a década de 1970. O nível de desemprego atingiu patamares muito baixos e o salário real aumentou. Além disso, houve um processo muito importante de desconcentração da renda e, ao mesmo tempo, a entrada de capitais estrangeiros se acelerou muito, o que permitiu ao país acumular, em 2015, reservas internacionais de US$ 361 bilhões, a 8ª maior do mundo, segundo o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Para que isso viesse a ocorrer, as reformas financeiras implantadas na década anterior foram de suma importância. A expansão do crédito ao setor privado deu-se a taxas muito elevadas, de mais de dois dígitos, o que permitiu que o volume desse tipo de crédito frente ao PIB chegasse, nos últimos anos, a quase 60% do PIB, percentual próximo ao da média internacional.

No *front* externo, foi relevante não só a quantidade, mas também a qualidade dos recursos que entraram no país. Uma parte importante desses fundos foi direcionada para a compra de títulos da dívida pública denominados em reais, o que auxiliou o processo de desdolarização das contas públicas. Hoje os estrangeiros detêm quase 30% do estoque em circulação no mercado, tendo participação muito relevante na chamada "ponta longa", ou seja, nos títulos com vencimento superiores a 2030. Outro volume relevante de recursos estrangeiros direcionou-se para a Bolsa de Valores. Cerca de 70% dos lançamentos iniciais de ações (IPO) realizados nesse período foram adquiridos por não-residentes e, hoje, metade do *turn-over* da Bolsa é feito com recursos externos (Torres et ali, 2012).

A Crise de 2008 foi um choque externo importante que mostrou a maturidade e, principalmente, a solidez do sistema financeiro brasileiro moderno. Apesar da intensidade da crise, o país, graças ao volume de reservas elevados, à robustez das instituições financeiras e à ação dos bancos públicos pôde recuperar rapidamente o nível da atividade. (Anexo I)

Diante desse quadro geral, passa-se a analisar como se deu a evolução da regulação financeira brasileira após o Plano Real, buscando identificar as principais medidas relacionadas à regulação prudencial, sistêmica (ou de infraestrutura de mercado) e de conduta adotadas entre 1995 e 2014. Não se pretende esgotar a matéria, porém selecionar os elementos centrais que constituem a orientação da regulação financeira no país.

6.1 A Arquitetura Institucional da Regulação no Brasil

No Brasil, existem duas autoridades regulatórias para o sistema financeiro: o Banco Central do Brasil (BCB) que trata exclusivamente dos assuntos afetos aos bancos, e a Comissão de Valores Mobiliários, com atuação voltada para o mercado de capitais.

Essas duas instituições operam dentro de uma arquitetura caracterizada como um sistema funcional, isto é, a regulação incide sobre as atividades realizadas pelas instituições, independentemente de sua caracterização legal. Isso faz com que o Banco Central do Brasil acabe assumindo a maior parcela da regulação prudencial,

ao passo que à Comissão de Valores Mobiliários compete a maior parcela da regulação de conduta.

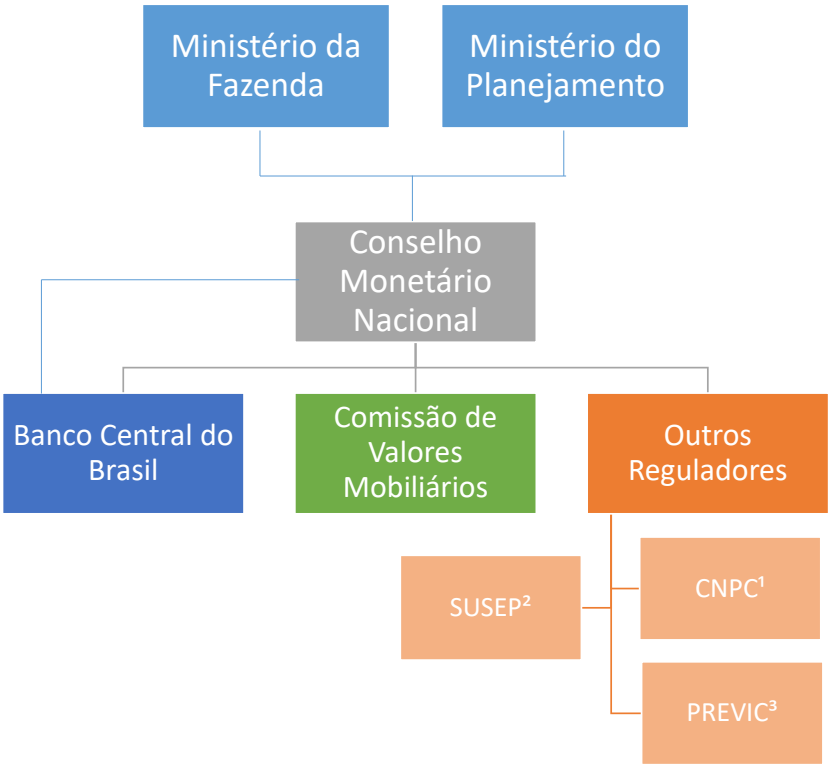
Essa divisão funcional torna-se facilmente perceptível com ilustrações de casos reais. Assim, por exemplo, quando um banco realiza uma oferta de um produto financeiro a um cliente, digamos, quando ocorre uma oferta inicial de ações, é à CVM que o banco responde em relação a sua conduta e não ao BCB. Outro exemplo, é ao BCB e não à CVM que as corretoras de valores mobiliários pedem autorização para funcionamento, processo que exige um capital mínimo a ser observado.

O BCB é, portanto, o responsável pela estabilidade do sistema financeiro e tem autoridade para supervisionar todas as instituições financeiras, inclusive no que diz respeito a atribuições relativas ao licenciamento delas. Já a CVM é responsável pela regulação das instituições e companhias que operam no mercado de valores mobiliários e pela proteção dos investidores, o que inclui a regulação de fraudes e manipulação de mercado e os padrões de transparência exigidos– o mercado de crédito está fora de suas atribuições, sendo supervisionado pelo BCB.

Há, efetivamente, algumas áreas de interseção neste modelo, em especial, no que tange à regulação sistêmica, já que o bom funcionamento do sistema de pagamentos depende tanto da regulação do BCB, por exemplo, sobre os sistemas de compensação, quanto da CVM sobre as infraestruturas de mercado, como a bolsa de valores e os mercados de balcão. Assim, uma característica da experiência regulatória brasileira é a inexistência de vázios regulatórios ou de possibilidades de arbitragem regulatória por parte das instituições financeiras, sendo o mais frequente a sobreposição de funções.

Além da CVM e do BCB, há outros reguladores, responsáveis pelo mercado de seguros e pelos fundos de previdência privada, os quais não trataremos com detalhe aqui. A Figura 1, abaixo, ilustra a arquitetura institucional brasileira e cabe mencionar que existem entidades privadas (BM&FBovespa, Cetip, Anbima etc.) que fazem auto regulação, compulsória (i.e., com mandato designado pelo regulador) ou voluntariamente.

Figura 1: Arquitetura Regulatória Brasileira



Fonte: Elaboração dos autores, com base em G30 (2008).

1.CNPC: Conselho Nacional de Previdência Complementar.

2.SUSEP: Superintendência de Seguros Privados.

3.PREVIC: Superintendência Nacional de Previdência Complementar.

6.2 A Conexão do Sistema Financeiro Brasileiro aos Mercados Globais

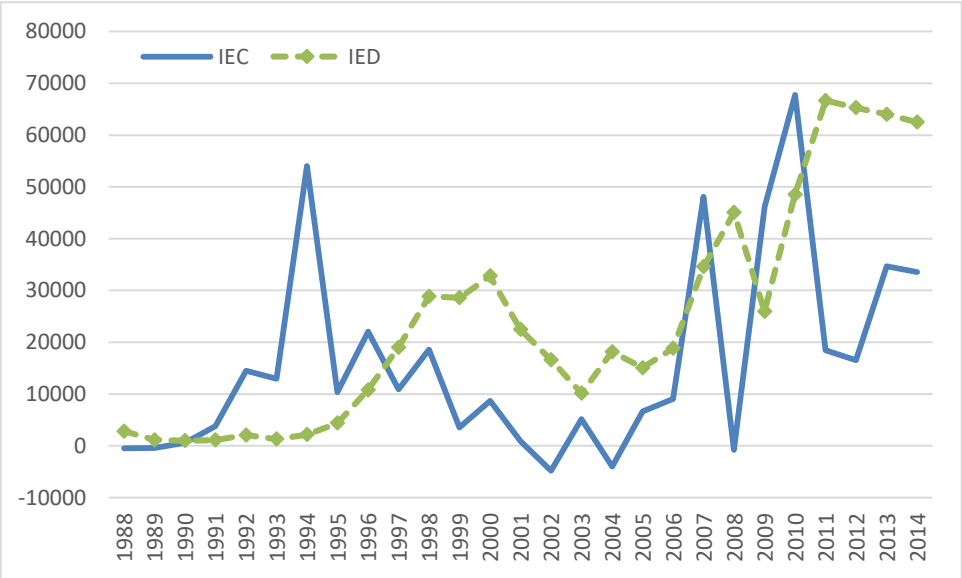
O processo de conexão do sistema financeiro brasileiro ao sistema globalizado foi efetivado por dois caminhos diferentes e complementares. De um lado, o regime cambial passou por uma simplificação importante e o antigo regime de taxas múltiplas de câmbio deu lugar a um número restrito de rubricas, até ser definitivamente unificado em 2005. Ao mesmo tempo, o arcabouço institucional e cambial que rege a entrada, operação e saída de recursos de investidores estrangeiros foi simplificado e modernizado.

As mudanças começaram em 1987 (Resolução nº 1.289/1987, do Conselho Monetário Internacional – CMN), com a criação de diferentes categorias para o ingresso de investidores estrangeiros nos referidos mercados (sociedades de investimento, fundos de investimento e carteiras de títulos e valores mobiliários), visando facilitar a participação dos mesmos nos mercados brasileiros. Em 1991, flexibilizou-se ainda mais a regulação, permitindo-se as aplicações de investidores institucionais no mercado de capitais brasileiro, sem a necessária constituição de

uma entidade no país[21]. Neste momento, os controles de capitais antes existentes caem por terra, dando espaço a uma legislação "moderna" e flexível quanto ao fluxo de recursos de investidores estrangeiros no país (Resolução CMN nº 1.832/1991).

A despeito da alta inflação da época, os impactos da nova regulação foram imediatos. Os investimentos estrangeiros em carteira mais que sextuplicam em 1991, frente a 1990, e praticamente quadriplicam no ano seguinte. Desse momento em diante, os capitais estrangeiros passaram a rumar para os mercados financeiro e de capitais brasileiros de forma mais intensa, iniciando um relacionamento mais perene entre os fluxos globais de recursos e os mercados locais do país. Com a estabilização e os processos de privatização, os fluxos de capital de "longo prazo", sob a forma de investimento estrangeiro direto, substituem os fluxos de "curto prazo" (investimento em carteira), do início da década. O Gráfico 5 ilustra a evolução dos indicadores de fluxo de capitais para o país desde 1988.

Gráfico 5: Investimentos Estrangeiros Direto e em Carteira Líquidos (US$ milhões)



Fonte: BCB, Estatísticas do Balanço de Pagamentos.

A internacionalização do sistema financeiro brasileiro, contudo, não se deu apenas pela aquisição de ativos financeiros, mas contou também com uma política de abertura à entrada de bancos estrangeiros, associada à privatização de diversos bancos públicos estaduais. Entre 1993 e 2000, segundo dados do BCB, a participação dos bancos com controle estrangeiro no mercado brasileiro, medida a

21 Conforme a Resolução nº 1.832, do CMN, de 31 de maio de 1991.

partir da parcela representativa no total de ativos sob controle do setor bancário, se ampliou de 8% para 27% (Paula, 2002: 29). Isto criou mais uma via importante de relacionamento com as finanças globais, trazendo um viés de desnacionalização ao sistema brasileiro, conforme as tendências internacionais.

No desenrolar desse processo, o Brasil aderiu ao Acordo de Basileia I, como forma de nivelar as condições de competição entre os bancos entrantes estrangeiros e os bancos nacionais. Esse passo exemplifica de forma clara a dualidade que envolve a integração do sistema financeiro de um país ao sistema global, considerando que a flexibilização das regras existente é também acompanhada de um "reforço" no arcabouço regulatório, como forma de tornar o mercado local, no caso o brasileiro, atrativo aos estrangeiros, seja pela via da segurança ou, como é neste caso, pela via da equalização das condições de competitividade.

Isto não significou, contudo, que a conexão do sistema financeiro brasileiro ao sistema global foi isenta de vulnerabilidades. Por um lado, estes capitais estrangeiros foram importantes para a estratégia de estabilização inflacionária. Por outro lado, a economia brasileira passou a apresentar mais volatilidade em termos de crescimento e das demais principais variáveis macroeconômicas e, além disso, as crises se tornaram recorrentes, como em 1994, 1998, 2000, 2002, 2008 e, agora, em 2015.

6.3 A Adoção dos Acordos de Basileia no Brasil

A adoção de Basileia I no Brasil esteve diretamente relacionada às pressões originadas na renegociação da dívida brasileira com os credores internacionais, no contexto do Plano Brady[22]. Como vimos anteriormente, esse Acordo foi originalmente desenhado para ser aplicado apenas aos bancos internacionalmente ativos e tinha como objetivo parametrizar as condições de competição nos mercados globalizados, entre bancos americanos, europeus e japoneses. Na prática, no entanto, Basiléia I passou a ser visto também como uma regra que tinha, intrinsecamente, um forte conteúdo regulatório para os sistemas financeiros nacionais. Essa percepção levou à sua adoção de forma ampla por parte dos países em desenvolvimento, nos quais os bancos locais não eram, em geral, ativos internacionalmente.

Esse primeiro Acordo passou, então, a ser também uma forma das nações menos desenvolvidas atenderem à pressão de organismos internacionais e ressalta-se que

22 Plano responsável pela reestruturação da dívida externa de entidades do setor público brasileiro, concluído em abril em 1994.

o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial estavam preocupados em reintegrar os países periféricos ao sistema financeiro global. O discurso oficial desses organismos destacava que os padrões determinados por Basileia I eram um importante arcabouço para ampliar a resiliência dos bancos dos países em desenvolvimento e, assim, aumentar a confiança dos capitais estrangeiros nos mercados financeiros locais. Todavia, em uma época em que se consolidou uma nova onda de internacionalização dos bancos americanos e europeus, cuja atuação se expandiu ainda mais a estes países, Basileia I servia também para nivelar, nesses mercados, as condições de competição entre os bancos estrangeiros entrantes e as instituições já instaladas.

Assim, a racionalidade dos programas de liberalização financeira para os países periféricos era formada por duas diretivas. A primeira era a eliminação dos mecanismos que limitavam a oferta de produtos financeiros e sua precificação, como a fixação de limites máximos para os juros e a alocação compulsória de recursos para setores "estratégicos", ou seja, o fim da chamada "repressão financeira". A segunda era a abertura de seus mercados bancários e de capitais como forma de promover "maior competição" a partir da entrada da banca globalizada e, assim, atingir "maior eficiência". Para tanto, era necessário assegurar condições de competição que não favorecessem exclusivamente os bancos nacionais, pois, do contrário, o objetivo da ampliação da eficiência "não seria atingido". Assim, não é à toa que os países que renegociaram suas dívidas ao longo da década de 1990 foram pressionados para aderir à Basileia I.

O caso do Brasil não foi diferente. As pressões para adesão de Basileia I se intensificam na primeira metade da década de 1990 e culminam na emissão da Resolução nº 2.099, do CMN, em 1994, que estabeleceu os limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido das instituições financeiras.

O normativo introduziu, ainda, o monitoramento sobre os níveis de capitalização das instituições financeiras como uma atividade constante por parte do BCB e passa a integrar uma das suas principais funções regulatórias perante o sistema bancário. Inicialmente, adotou-se o patamar de 8% como referência para o índice de Basileia mínimo a ser observado pelas instituições, em linha com os padrões internacionais, como pode ser visto no Quadro I, a seguir. Posteriormente, o BCB subiu a linha regulamentar e adotou o patamar de 11% de capitalização como padrão regulatório, conforme estabelecido na Circular nº 2.784, do BCB, de 1997. O número de bancos se reduziu rapidamente na medida em que essas regras passaram a valer quase que de imediato.

Este maior rigor brasileiro se deveu também ao atendimento das recomendações dos organismos internacionais de que, em países em desenvolvimento, nos quais os

sistemas bancários estão sujeitos a choques de maior intensidade, se justificaria a adoção de coeficientes de capitalização mais elevados. Na prática, essa opção implicava na criação de colchões de capital maiores para as instituições financeiras estabelecidas localmente, independentemente se de origem doméstica ou internacional. Portanto, ampliava a resiliência do sistema doméstico.

Quadro I: Índice de Basileia

O índice de Basileia é sinônimo do grau de capitalização das instituições e é obtido a partir da comparação do capital regulatório efetivamente observado àquele demandado pela via regulamentar.

Calcula-se o valor agregado do ativo ponderado pelo risco (APR) de cada instituição a partir da multiplicação das exposições (ativos) pelos respectivos fatores de ponderação pelo risco (FPR):

$$APR = \sum FPR_i . E_i$$

Sobre o APR, aplica-se o percentual de capitalização demandado pelo regulador, de forma a obter o capital regulamentar exigido, ou patrimônio de referência exigido (PRE), na denominação utilizada pelo BCB. No caso brasileiro, até 2013, o percentual exigido pelo CMN e pelo BCB era de 11%, como mencionado acima:

$$PRE = 11\%.APR$$

O PRE é, então, comparado ao patrimônio de referência (PR) das instituições, de modo a determinar seu enquadramento ou não aos padrões exigidos pelo regulador. Para calcular o Índice de Basileia, basta calcular a razão entre a capitalização efetiva e o capital regulamentar exigido e aplicar este multiplicador ao percentual requerido pela regulação:

$$Índice\ de\ Basileia = \frac{PR}{PRE}.11\%$$

Uma forma alternativa de chegar a este indicador é simplesmente calcular a razão entre a capitalização efetiva e o valor do ativo ponderado pelo risco:

$$Índice\ de\ Basileia = \frac{PR}{APR}$$

A aparente "volta" para chegar à primeira fórmula deve-se ao modo pelo qual o regulador brasileiro divulgava as informações sobre a capitalização e ativo das instituições e, portanto, era mais fácil encontrar os valores das rubricas PR e PRE do que o valor do APR. Atualmente, entretanto, todas as informações estão disponíveis e podem ser facilmente acessadas.

Do ponto de vista internacional, uma leitura alternativa indica que, ao tornar a regulação mais rígida nestes locais, dificultava-se a expansão no exterior dos bancos sediados em países em desenvolvimento. O fato é que, no espaço global, esses bancos se encontrariam em condições de competição menos favoráveis em relação aos bancos de países desenvolvidos.

É interessante notar que, no caso brasileiro, todos os bancos foram sujeitados ao mesmo padrão regulamentar, a despeito de suas funções sociais e do tipo de controle ao qual estavam sujeitos, isto é, se bancos privados ou estatais, inclusive bancos de desenvolvimento. Notadamente, os bancos públicos possuem objetivos distintos dos bancos privados e, ao menos teoricamente, deveriam funcionar de modo diferente da banca privada. O regulador brasileiro, contudo, optou por sujeitar ambos os tipos de instituições às mesmas exigências regulatórias, impondo, portanto, um padrão de comportamento por vezes similar ao dos bancos privados às instituições públicas (Hermann, 2010), o que, segundo alguns autores, teria prejudicado a própria atuação dos bancos do governo (Sobreira e Montani Martins, 2011)[23].

O Acordo de Basileia II teve seu documento básico publicado em 2004 e, no mesmo ano, o BCB lançou um Comunicado, o de nº 12.746, afirmando sua intenção em adotar os novos padrões e fixando um cronograma de implementação das novas regras no Brasil. Uma particularidade do modelo brasileiro interessante é a de que, de largada, o BCB rejeitou a utilização das notações de risco (*ratings*) divulgadas por agências externas de classificação de risco para fins de apuração do requerimento de capital. Em alternativa, estabeleceu como diretriz a aplicação da

23 Os autores analisam a influência de Basileia I sobre o comportamento do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e do Banco do Nordeste (BNB) e concluem que as instituições foram afetadas de modo assimétrico pelas exigências de Basileia I, ao modo que o BNDES pôde exercer suas funções com alguma pequena limitação, porém o BNB foi altamente prejudicado no exercício de suas funções de banco de desenvolvimento devido à sujeição ao Acordo.

chamada abordagem padrão, na qual o regulador é responsável pela determinação dos fatores de ponderação de risco à maioria das instituições brasileiras. Somente as instituições de maior porte e atuação internacional poderiam adotar modelos próprios. Na prática, o BCB "anulou" uma das principais inovações de Basileia II, mantendo um caráter essencialmente tutelar sobre os bancos brasileiros. Porém é curioso observar que, mais uma vez, o regulador brasileiro flexibilizou a regulação incidente sobre bancos internacionais, permitindo a utilização de seus próprios modelos.

Conforme a interpretação de Torres et al. (2014), aqui compartilhada, essa maior tutela regulatória, assim como os elevados requerimentos de capital[24], caracterizou o sistema bancário brasileiro como um sistema altamente regulado para padrões internacionais. Os autores argumentam que, em contrapartida à elevação da resiliência, há um baixo incentivo à inovação e à concorrência em preços, ao mesmo tempo em que se promove uma lucratividade dessas instituições, mesmo quando comparada as suas congêneres sujeitas a padrões regulatórios rígidos semelhantes em outras nações.

Uma vez publicados os padrões de Basileia III no exterior, o BCB indicou sua adoção tempestiva (Comunicado nº 20.615/2011) e, em 2013, foram editadas as novas regras básicas que implantaram os princípios do novo Acordo no país. O novo arcabouço introduziu os colchões de liquidez anticíclico e de conservação de capital, tornou mais rígidas as regras para composição do capital regulamentar, isto é, elevou as exigências dos instrumentos alternativos que podem compor os Níveis 1 e 2 do capital, e atualizou e aprimorou a distribuição dos fatores de ponderação pelo risco. Destaca-se que foi mantida a abordagem padrão como base para a aplicação do Acordo no país, mas os critérios para adoção dos modelos próprios foram revistos. Atualmente, nota-se que um número muito restrito de instituições utiliza modelos próprios de *rating*.

Uma novidade importante é que, com a adoção de Basileia III, foi promovida a convergência dos requerimentos de capital aplicados no Brasil aos padrões internacionais, os quais irão exigir dos bancos a manutenção de um índice mínimo de Basileia no intervalo de 10,5% a 13,0%, conforme o ciclo. Essa decisão pode ser interpretada como fruto do histórico recente de estabilidade do sistema financeiro brasileiro e do próprio aprofundamento por ele vivenciado ao longo da década de 2000.

---

24 Que além de Basileia, diz respeito às regulações de liquidez do sistema financeiro, refletida nos recolhimentos compulsórios e nas elevadas taxas de juros (Torres et. al, 2014: 39).

Outro fator importante é a alteração do escopo de consolidação dos balanços das instituições financeiras, o qual agora passa a ser feito segundo o conceito de conglomerado prudencial. Esta mudança é relevante, pois evita que as instituições utilizem arranjos contábeis e criem entidades às quais transferem posições de balanço como forma de arbitragem regulatória para diminuir o capital exigido. Busca-se, com isso, ampliar a transparência e reduzir as oportunidades de arbitragem para fins de apuração dos requerimentos de capital. Isto também tem efeito sobre as formas de organização do sistema, pois mitiga os incentivos para criação de um sistema financeiro paralelo ou na sombra, como caracterizado internacionalmente nos *shadow banking systems*.

Tabela 2: Conglomerado Prudencial – Instituições Integrantes*

Instituições financeiras.
Demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.
Administradoras de consórcio.
Instituições de pagamento.
Sociedades que realizem aquisição de operações de crédito, inclusive imobiliário, ou de direitos creditórios, a exemplo de sociedades de fomento mercantil, sociedades securitizadoras e sociedades de objeto exclusivo.
Sociedades seguradoras, resseguradoras, de capitalização e entidades abertas de previdência complementar.
Outras pessoas jurídicas sediadas no País que tenham por objeto social exclusivo a participação societária nas entidades mencionadas acima.

Fonte: Resolução nº 4.280/13. * Entidades, localizadas no País ou no exterior, sobre as quais a instituição detenha controle direto ou indireto.

Por fim, em 2015 o CMN e o BCB editaram os primeiros normativos relativos aos novos índices de liquidez de curto e longo prazos e o índice de alavancagem, conforme os novos padrões internacionais (ver ANBIMA, 2013)[25]. No momento, o

25 O índice de liquidez de curto prazo consiste na razão entre o estoque de ativos de alta liquidez, conforme definido pelo Banco Central, e o total de saídas líquidas de caixa previstas para um período de 30 dias, em condições de estresse. Já o índice de liquidez de longo prazo consiste na razão entre o valor das captações de recursos ditas estáveis que estão disponíveis e aquele valor considerado necessário, indicando o descasamento de prazos entre passivo e ativo das instituições caso inferior à unidade.

setor bancário brasileiro se encontra em uma fase de transição e adaptação aos novos padrões, o que não permite que se chegue a maiores conclusões sobre a eficácia das novas medidas. Entretanto, mantém-se a orientação anterior de maior tutela regulatória e uma estratégia de dois níveis, o primeiro, de uniformização de requerimentos para bancos privados e públicos e, o segundo, de relativa diferenciação regulatória entre agentes domésticos e internacionais, com favorecimento destes.

6.4 A Reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro

O Sistema de Pagamento Brasileiro era visto como um ponto de fragilidade do sistema financeiro nacional desde o fim da década de 1980. O problema central era o fato de, ao fim da compensação, a liquidação final das transações entre os bancos ser feita por meio da troca de saldos nas contas de reserva dessas instituições junto ao BCB. Assim, caso uma instituição de maior porte não tivesse condições de honrar suas posições no final do dia, o Banco Central se via, na prática, na posição desconfortável de suprir automaticamente essa falta de recursos, o que implica em uma expansão monetária indesejada. Se o BCB não tomasse esta medida, o sistema de pagamentos como um todo entraria em colapso, gerando uma crise de natureza sistêmica.

Essa fragilidade do sistema de pagamentos foi utilizada, pelo governador do Estado de São Paulo no final de 1990, com o objetivo de financiar sua vitoriosa estratégia eleitoral naquele ano. Esse episódio foi descrito no relatório final da CPI da Câmara dos Depurados de 2002, a qual foi instalada para "*investigar várias irregularidades praticadas durante a vigência do Regime de Administração Especial Temporária (RAET) no Banespa – Banco do Estado de São Paulo S.A*":

> "Teve grande peso no processo de enfraquecimento do Banespa o fato de o Governo do Estado não ter pago ao seu banco as operações de adiantamento de receitas orçamentárias feitas em setembro e dezembro de 1990. A primeira, no valor de 30 bilhões de cruzados, equivalentes a aproximadamente 442 milhões e 300 mil dólares, e a segunda, também de 30 bilhões de cruzados, que corresponderam a 202 milhões e 400 mil dólares, venceram em 28 de dezembro de 1994 e 30 de janeiro de 1991, respectivamente. Devido a vários motivos, o banco começa a enfrentar uma crise de liquidez, que o obrigou a ir ao socorro de operações de redesconto junto ao Banco Central." Grifo nosso. (CPI, 2002:12)

Assim, a reforma do sistema de pagamentos era uma parte essencial da estratégia de reforma regulatória brasileira. Era imprescindível eliminar a possibilidade de

bancos públicos ou privados serem capazes de, na prática, obrigarem o BCB a emitir moeda de forma inesperada e indesejada. Isso era essencial para garantir uma conexão adequada do sistema financeiro nacional ao sistema globalizado. A insegurança nessa área é um elemento que afasta a integração com os demais sistemas internacionais, ou seja, é um elemento de repulsa de capitais estrangeiros

Para tanto, era muito importante que os mecanismos de pagamento assegurassem que os riscos associados a essas liquidações, em geral decorrentes de descasamentos entre recebimentos e desembolsos, não pudessem comprometer seu funcionamento. Ao mesmo tempo, era essencial se insular a autoridade monetária, e consequentemente a política monetária, desse tipo de pressão oriunda do próprio mercado.

Até o Plano Real, a evolução do sistema de pagamentos brasileiro (SPB) respondeu basicamente à necessidade de operação da economia em um ambiente de inflação muito alta, o que exigia um processamento tempestivo e veloz das transações. Por isso, todo progresso esteve focado no desenvolvimento de mecanismos que permitissem a liquidação de operações em espaços de tempo cada vez menores e isto fez do SPB um dos sistemas mais tempestivos do mundo. Entretanto, nada se avançou no sentido de solucionar os problemas de natureza sistêmica.

Ao final da década de 1990 e no início da década de 2000, o BCB iniciou um projeto de reestruturação do SPB voltado à administração do risco sistêmico (BCB, 2009). Foi estruturado um novo Sistema de Transferência de Reservas (STR), o qual entrou em operação em 2002, em linha com as recomendações e melhores práticas internacionais (Relatório Lamfalussy[26]).

Com o novo SPB, as transferências interbancárias e operações com títulos públicos federais passaram a ser liquidadas em tempo real, em caráter irrevogável e incondicional, mitigando, portanto, os riscos de liquidação[27]. Destaca-se que houve ainda dois outros aprimoramentos importantes. O primeiro diz respeito à introdução da compensação multilateral nos sistemas de compensação e de liquidação. O segundo foi a obrigação de que, em todo sistema multilateral considerado sistemicamente importante, a entidade operadora passasse a atuar como contraparte central (CCP) e assegurasse a liquidação de todas as operações

26 Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the central banks of the Group of Ten countries (Lamfalussy Report).

27 Conforme BCB (2009: 1): "Os riscos de liquidação compreendem os riscos de crédito e de liquidez, isto é, respectivamente, o risco de perda definitiva do valor total ou parcial de uma operação e o risco de a liquidação de uma operação somente ocorrer em data posterior à combinada".

cursadas. Um exemplo importante é a Bolsa de Valores que atua como CCP de vários mercados, como ações, derivativos, etc.

Uma contraparte central funciona como o credor de todos os devedores envolvidos em um sistema de transações específico. Essa central se interpõe em toda e qualquer operação do sistema, garantindo que, se algum devedor deixar de honrar suas obrigações, seu lugar será tomado pela CCP, que passa a assumir por sua conta e risco o pagamento da transação. Esse expediente reduz o risco sistêmico, pois assegura que a liquidação de qualquer operação ocorrerá independentemente do comportamento das partes envolvidas em contrato financeiro. Cabe à CCP exigir garantias de seus participantes e estabelecer limites operacionais e outros mecanismos de gerenciamento de risco que evitem o inadimplemento. Pode ainda criar instrumentos de suavização para os casos de *default*, como, por exemplo, um fundo de compensação de perdas ao qual contribuiriam periodicamente todos os participantes da CCP.

No caso de títulos e valores mobiliários, o modelo de sistema de liquidação adotado no Brasil segue também o princípio da entrega contra pagamento (*delivery versus payment*). A modernização do SPB fez com que, para o caso dos fundos interbancários e dos títulos públicos federais, emitidos pelo Tesouro e BCB, a liquidação ocorresse em tempo real, isto é, vigorasse a liquidação bruta em tempo real (LBTR). Já para valores mobiliários e outros tipos de operações (por exemplo, cheques), permitiu-se a liquidação diferida com compensação de obrigações (LDL), no qual o processo de liquidação ocorre em um período dado de tempo, no mesmo dia (D+0), no dia seguinte (D+1) ou em data posterior (D+2 ou D+3). Cabe destacar que uma das diretrizes da reformulação do SPB foi justamente o encurtamento da defasagem entre a contratação de operações e a sua liquidação financeira.

Assim, todo um novo desenho foi introduzido, conforme pode ser observado na Figura 1, e fazem parte do novo sistema as seguintes entidades:

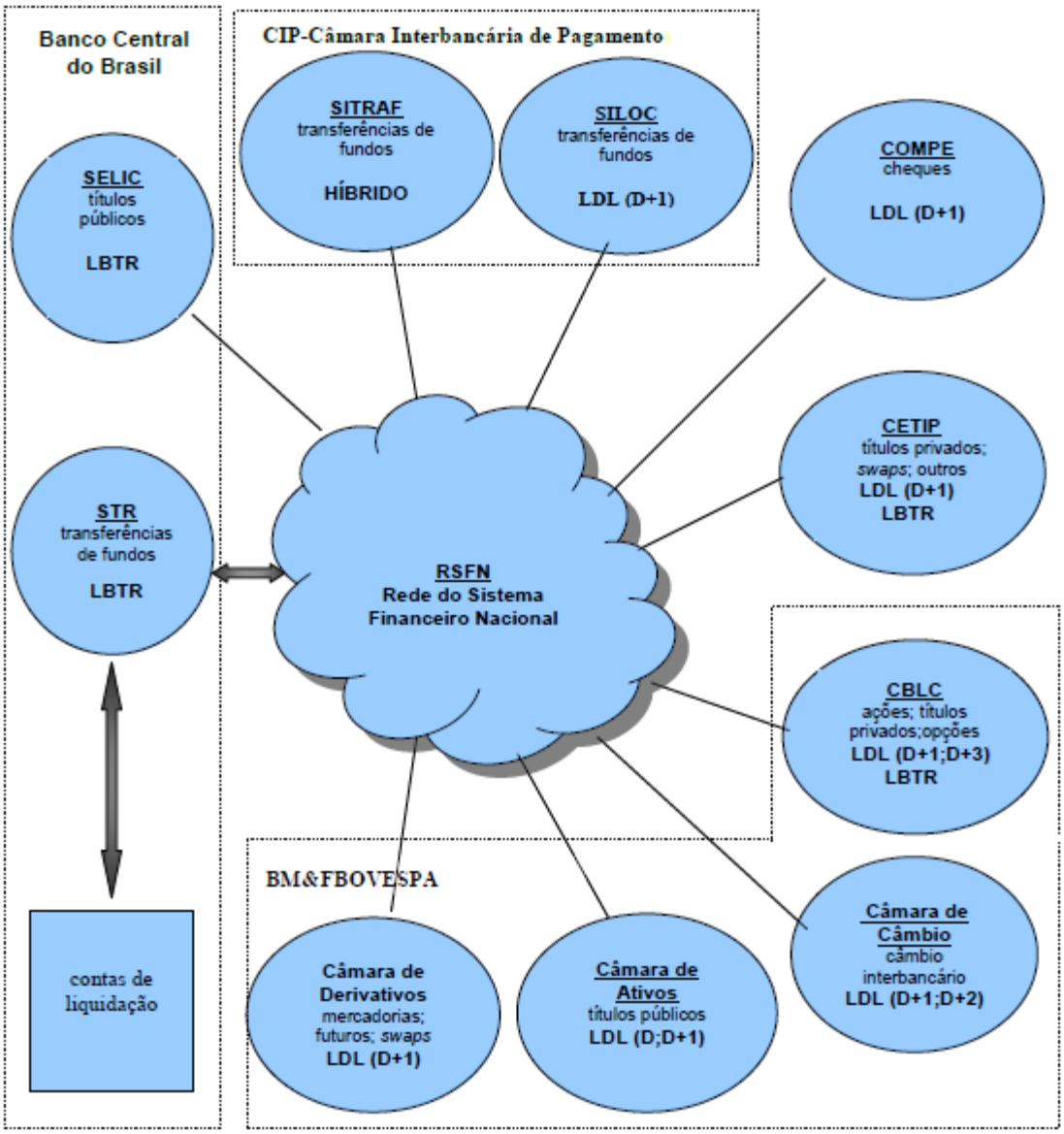
i. SELIC: Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC): depositário central e sistema de liquidação dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional e BCB.
ii. Sistema de Transferência de Reservas (STR): sistema de transferência de fundos operado pelo BCB, que liquida operações interbancárias realizadas nos mercados monetário, cambial e de capitais, inclusive de outros sistemas.
iii. Sistema de Transferência de Fundos (SITRAF): sistema de transferência de fundos similar ao STR, porém sem a participação do BCB, operado pela Câmara Interbancária de Pagamentos.

iv. Sistema de Liquidação Diferida das Transferências Interbancárias de Ordens de Crédito (SILOC): sistema de liquidação de obrigações interbancárias relacionadas com Documentos de Crédito (DOC), Transferências Especiais de Crédito (TEC) e bloquetos de cobrança de valor inferior a R$ 5 mil.

v. Centralizadora da Compensação de Cheques (COMPE): sistema de liquidação de obrigações interbancárias relacionadas com cheques de valor inferior a R$ 250 mil.

vi. Câmara de Derivativos, Câmara de Câmbio, Câmara de Ativos, Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e Cetip: sistemas de liquidação de operações com títulos, valores mobiliários, derivativos e câmbio interbancário.

Figura 1: Arranjo Geral do Sistema de Pagamentos Brasileiro

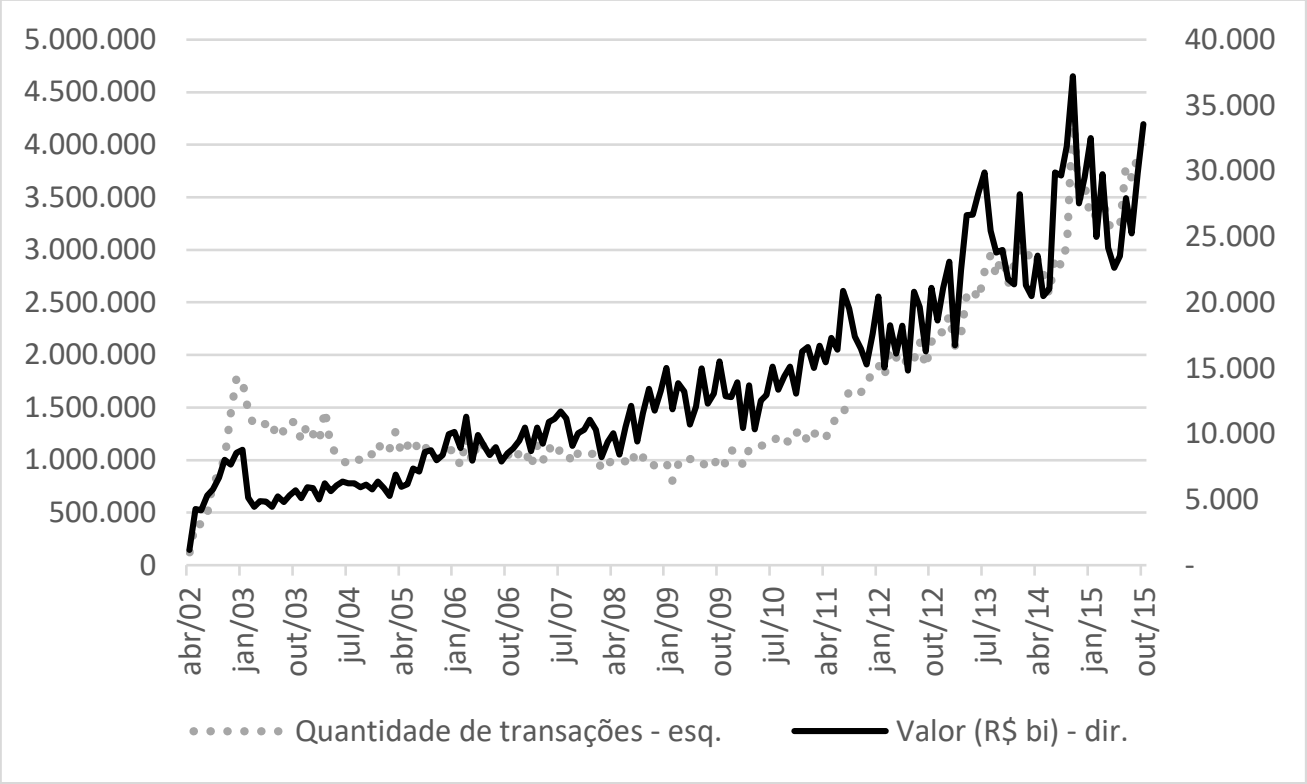


Fonte: BCB (2009: 11).

O crescimento do SPB, desde sua criação, foi rápido e, como é possível observar no Gráfico 6, a evolução do giro mensal de transações liquidadas no STR, entre abril de 2002 a março de 2003, atingiu 11.824.917 transações. Ao passo que entre novembro de 2014 e outubro de 2015, esse mesmo número chegou a 42.185.001. Em valores, uma média mensal de R$ 5,8 trilhões no primeiro período deu lugar a R$ 27,6 trilhões no segundo período.

A ampliação do número de transações responde à expansão do sistema financeiro brasileiro, a qual está diretamente relacionada ao estreitamento dos laços entre o SFB e o sistema financeiro global. Como mostrado no Gráfico 5, as transações financeiras com o exterior se ampliaram significativamente no período e esse desempenho reflete também o sucesso da reformulação do SPB, o qual, hoje, é reconhecido internacionalmente como um dos sistemas de pagamentos mais modernos do mundo, conforme (CPMI-IOSCO, 2015).

Gráfico 6: Giro Mensal do Sistema de Transferência de Reservas



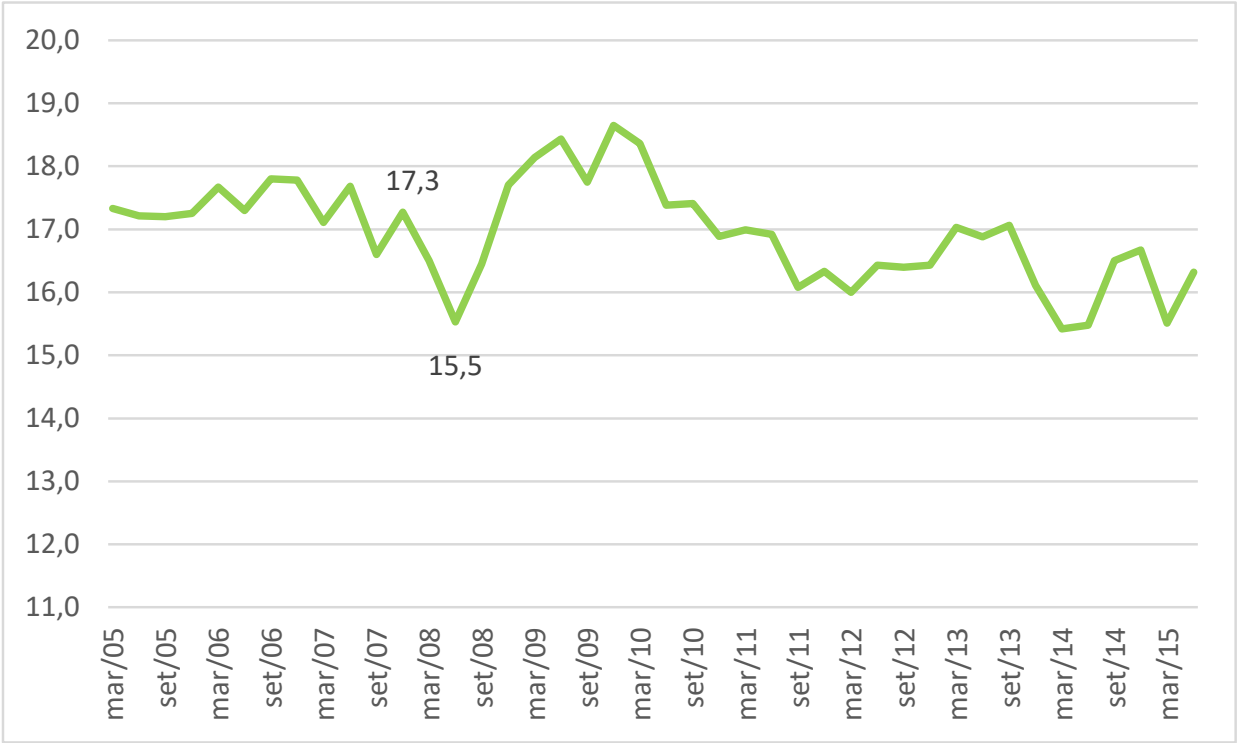
Fonte: BCB, STR.

6.5 O Impacto da Crise Financeira Internacional de 2008

A Crise Financeira Internacional de 2008 alcançou o Brasil em um momento em que as principais reformas regulatórias na área financeira já tinham sido implantadas e tido tempo suficiente para serem aperfeiçoadas. Essa realidade permitiu que o sistema mostrasse resiliência frente à massiva fuga de capitais associada à crise.

Na prática, os efeitos do choque financeiro externo se fizeram sentir nos mercados financeiro nacionais, mas seus efeitos disruptivos tiveram alcance limitado. Do ponto de vista da segurança do sistema bancário, pode-se ver que houve uma pequena queda no Índice de Basileia geral do sistema financeiro brasileiro ao longo de 2008, mas não houve maiores desenquadramentos das instituições em relação aos requerimentos regulatórios, como demonstrado no Gráfico 7. Mais que isso, já em 2009 as instituições bancárias recompuseram sua base de capital e reorganizaram seus portfólios de tal modo que o Índice caminhou por volta de 18% no final do ano, isto é, cerca de 7 pontos percentuais acima do que era exigido pelo CMN e pelo BCB.

Gráfico 7: Índice de Basileia

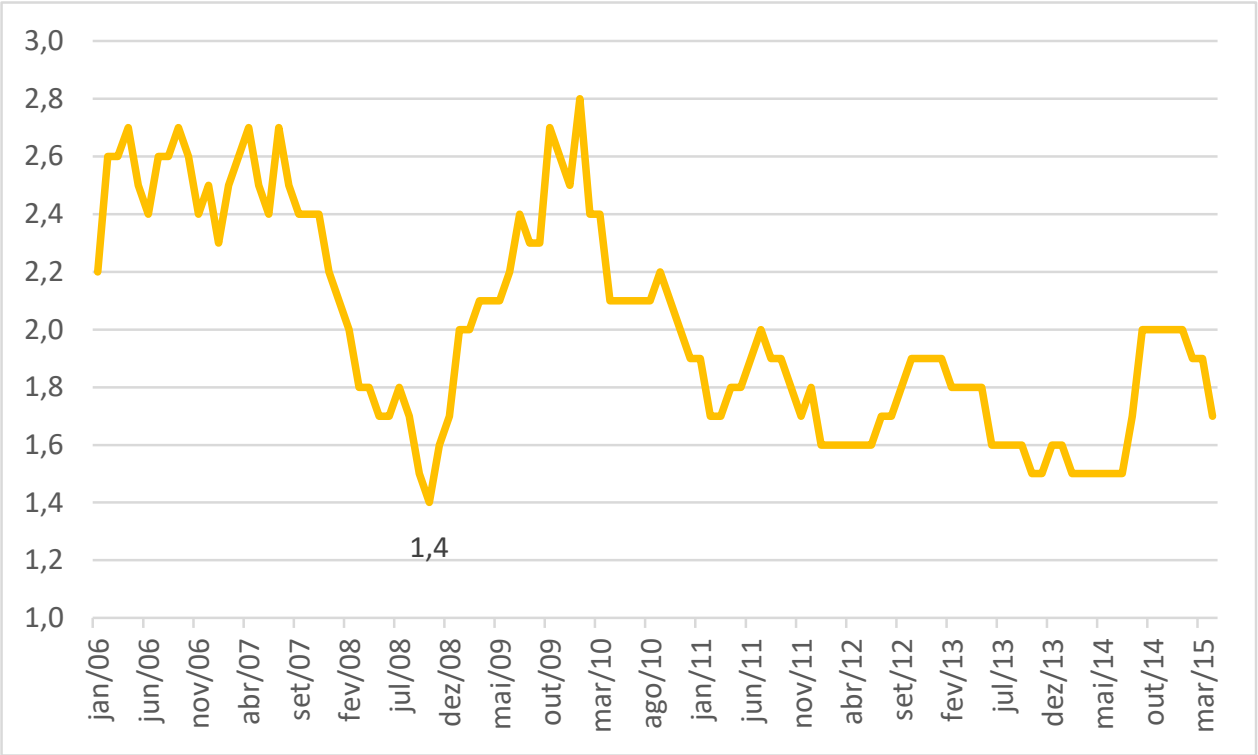


Fonte: BCB.

Algum efeito pôde ser sentido no que concerne à liquidez das instituições, em especial, dos bancos pequenos e médios, os quais sofreram uma onda de saques nas semanas após a quebra do banco Lehman Brothers. A reação do BCB foi

fundamental, uma vez que liberou os requerimentos de compulsório e criou incentivos especiais para aquisição de linhas de crédito dos bancos pequenos e médios por instituições maiores. A liquidez do sistema em geral sofreu uma redução em um primeiro momento, mas foi logo restabelecida após a atuação do BCB, como pode ser verificado no Gráfico 8, abaixo.

Gráfico 8: Índice de Liquidez*



Fonte: BCB.

* O Índice de Liquidez é a razão entre o montante de ativos líquidos da instituição e seu fluxo de caixa estressado, para o horizonte de 30 dias. Nos termos de Basileia III, este representa um equivalente ao Índice de Liquidez de Curto Prazo. Considera-se que as instituições com um índice superior a 1,0 possuem ativos líquidos em montante suficiente para suportar o cenário de estresse definido.

Quando se olha o quantitativo de instituições operando no sistema financeiro brasileiro, também fica claro que a crise não trouxe uma onda de falências e reestruturações no sistema bancário e em outros segmentos. Nota-se que não houve alterações significativas no número de instituições que operavam no sistema, muito embora algumas fusões importantes (Itaú e Unibanco, Banco do Brasil e Votorantim, Banco do Brasil e Nossa Caixa) tenham ocorrido após a crise, demonstrado abaixo na Tabela 3.

Tabela 3: Quantitativo de Instituições Financeiras Autorizadas por Segmento

	2007	2008			2009	2010	2011	2012	2013	2014
	Dez	Jun	Set	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez	Dez
Banco Múltiplo	135	136	139	140	139	139	139	138	132	130
Banco Comercial	20	20	20	18	18	20	21	23	23	22
Banco de Investimento	17	18	18	17	16	15	14	14	14	14
Soc. Créd., Fin. e Inv.	52	56	55	55	59	61	60	59	58	55
Corretora TVM	107	107	107	107	105	107	100	95	93	92
Distribuidora TVM	135	133	136	135	125	127	127	118	116	108

Fonte: BCB.

TVM: Títulos e Valores Mobiliários.

Com efeito, a experiência brasileira durante a crise aponta para outras áreas relevantes da regulação financeira que ainda não foram abordadas até aqui com mais detalhe. Boa parte dos problemas dos bancos pequenos e médios esteve relacionada a perdas de grupos importantes com derivativos cambiais, uma vez que a crise trouxe forte reversão no comportamento da taxa de câmbio. A acentuada desvalorização cambial que se seguiu gerou massivas perdas para empresas relevantes brasileiras, com destaque para Sadia, Aracruz Celulose e Grupo Votorantim.

Essas empresas acumularam exposições significativas nos mercados de derivativos cambiais, entretanto sem a devida transparência para as contrapartes das transações. Por serem empresas não financeiras, não eram obrigadas a consolidar posições de modo tempestivo e assumir a cadeia de obrigações relacionadas à liquidação destes contratos derivativos, ainda que parte significativa dos mesmos fosse liquidada na BM&FBovespa, que atua como contraparte central das operações. Além disso, o controle requerido pré-crise não envolvia a consolidação e monitoramento das exposições de derivativos no exterior por estas companhias.

A crise trouxe enormes perdas e revelou as deficiências regulatórias nessa área, dentre as quais se destacam a falta de transparência e correspondente monitoramento e a deficiências na governança corporativa. A primeira originou uma série de medidas da CVM para trazer maior transparência ao mercado do ponto de vista das empresas não-financeiras. A segunda trouxe à tona uma série de discussões sobre o aprimoramento dos padrões de governança corporativa buscando identificar por que as diretorias destas corporações permitiram o acúmulo destas exposições (Novaes, 2009).

Esse debate também resgatou outro elemento importante dentro da égide da regulação financeira, a influência que os bancos tiveram na oferta desses derivativos "mais tóxicos" para as empresas. Isto reforçou as discussões sobre a

adequação dos produtos e serviços financeiros recomendados aos clientes (*suitability*), sob o ponto de vista da proteção aos investidores. Eventualmente, os bancos teriam aproveitado uma janela de oportunidade para repassar posições aos clientes e lucrar em cima de suas perdas. Cabe notar que este ponto veio acompanhado de discussões mais gerais relativas à conduta dos agentes atuantes nos mercados financeiro e de capitais perante seus clientes.

Assim como ocorrido no exterior, a crise internacional de 2008/2009 trouxe novos elementos à ordem do dia da regulação financeira no Brasil. O país adotou Basileia III desde sua gênese. A regulação do mercado de derivativos foi melhorada. Aprimoramentos nas regras de governança foram introduzidos. Novas regras de proteção aos investidores foram editadas. Houve, assim, um reforço na regulação em vigor no país, a despeito de não terem havido efeitos mais dramáticos sobre o sistema financeiro brasileiro.

Isso revela que, com a conexão do sistema financeiro brasileiro ao sistema liberalizado e globalizado, a evolução da regulação brasileira não pode ser desconectada das discussões regulatórias internacionais. Há fatores idiossincráticos, porém as grandes linhas de discussão respondem ou interagem ao/com o que se passa nos grandes centros financeiros globais.

7 **Conclusões**

O presente artigo teve por objetivo apresentar um panorama das experiências recentes, internacional e brasileira, de regulação dos sistemas financeiros. Buscou-se mostrar que o processo de globalização financeira necessitou criar mecanismos internacionais próprios de regulação que estabelecessem condições para um funcionamento mais estável do sistema como um todo e, ao mesmo tempo, garantindo condições de concorrência equânimes entre instituições de diferentes países, operando nos vários mercados nacionais, agora integrados.

Como mostrado na resenha teórica, a instabilidade é um problema estrutural dos mercados financeiros, que tem origem na contradição entre fragilidade e maximização de lucro. No afã de aumentar seus ganhos e atender a seus clientes, os bancos tendem, no intervalo entre uma crise e outra, a tornar mais lenientes os critérios que utilizam na avaliação de risco dos seus empréstimos e investimentos. Assim, quanto menos robustos financeiramente se tornam esses contratos e seus tomadores de recursos, maior será o impacto de um choque sobre o sistema financeiro e, consequentemente, sobre o nível de atividade.

Esse "ciclo de fragilização" seria o motivo principal a explicar por que periodicamente ocorrem crises financeiras, porém é fato que a maior parte desses episódios são de menor porte e conseguem ser administradas pelas autoridades. Ocorre que, em algumas oportunidades, como em 1907, 1929 e 2008, as crises financeiras adquirirem proporção tal que geram um impacto muito negativo sobre a economia real. Assim, os níveis de renda, emprego e atividade caem rápida e descontroladamente, gerando perdas sociais e econômicas elevadas, que obrigam os Estados a intervir diretamente para conter o processo contracionista, assumindo uma parcela relevante dos prejuízos.

Diante desse cenário, a experiência internacional mostra que a regulação financeira foi um processo evolutivo. A cada momento de ruptura, as autoridades reformulam a arquitetura regulatória, estabelecendo novos limites ao funcionamento das instituições e dos mercados, condizentes com a experiência acumulada a partir da crise sistêmica recentemente vivenciada. Ao mesmo tempo, impõem-se limitações às inovações adotadas durante o período pregresso ao de instabilidade, as quais, apesar de serem até então toleradas, passam a ser vistas como deletérias para o funcionamento do mercado em condições de estabilidade.

Assim, no século XIX, a preocupação central dos reguladores financeiros era a solvência de cada um dos bancos comerciais existente em sua área de jurisdição. Esse foco decorria do fato de essas instituições criarem depósitos à vista e, portanto, estarem obrigadas a entregar moeda corrente aos seus clientes, a qualquer momento que demandarem. O problema é que os bancos aplicavam os recursos assim captados em investimentos de prazo mais longo, o que ocasionava um descasamento de temporal entre a liquidez de seus ativos e passivos.

Por esse motivo, os bancos, para atenderem às necessidades correntes de seus depositantes, precisavam manter parte de seus recursos na forma de uma reserva de liquidez mínima. Adicionalmente às regras de encaixe compulsórios dos bancos, os bancos centrais provinham assistência de liquidez a seus regulados, nos casos de situações de pânico, como as "corridas bancárias".

Esse tipo de regulação, focado na solvência das instituições bancárias, foi substituído, por força da Crise de 1929, por uma nova visão, centrada, agora, em uma perspectiva sistêmica. A preocupação central do regulador passou a ser evitar os riscos de contágio entre as instituições. Para isso, os mercados foram segmentados e a autonomia dos bancos em administrar seus recursos e gerar inovações foi severamente limitada. O sistema financeiro passou a ser mais tutelado, tendo o regulador que se preocupar com as novas questões sistêmicas e de conduta, ao lado do foco que tradicionalmente já dava aos problemas prudenciais.

Essa arquitetura mais intervencionista foi paulatinamente sendo abandonada a partir dos anos 1970. Nessa época, com o fim do regime de taxas de câmbio fixas, o valor das principais moedas internacionais passou a sofrer amplas flutuações, assim como as taxas de juros. Os efeitos dessa volatilidade sobre os negócios internacionais foram devastadores, gerando vultosos prejuízos. Se os bancos centrais não garantiam mais a estabilidade das taxas de câmbio e de juros, era necessário, alternativamente, permitir que os mercados financeiros privados passassem a ocupar essa função, provendo mecanismos de seguro que reduzissem o impacto dessa volatilidade sobre o resultado das empresas e dos bancos internacionais. Foi para essa finalidade que os mercados de derivativos foram originalmente desenvolvidos.

Ao mesmo tempo, os elevados déficits externos norte-americanos, já não mais conversíveis em ouro, precisavam a ser reciclados e, para isso, o sistema financeiro americano necessitava ser adaptado para cumprir essa nova função. Com isso, a liberalização tornou-se um imperativo e o resto do mundo desenvolvido foi, aos poucos, seguindo os Estados Unidos. Os diferentes mercados nacionais foram sendo conectados aos já internacionalizados, constituindo um sistema globalizado, tendo por base o dólar americano.

Rapidamente, as autoridades perceberam que esse novo sistema financeiro global requeria uma arquitetura regulatória própria, que fosse aplicada simultaneamente a todos os mercados. Surgiram, então, vários centros de formulação da regulação internacional, especializados nos diferentes segmentos do mercado financeiros, bancos, seguradoras, mercado de capitais, etc. O mais importante e conhecido é o mecanismo criado para lidar com o sistema de bancos, o qual tomou o nome de Acordos de Basileia. Sua preocupação inicial era nivelar a concorrência entre os bancos internacionalmente ativos, eliminando as diferenças regulatórias nacionais que poderiam favorecer alguns grupos, por exemplo, os japoneses, frente a outros, os americanos.

Em pouco tempo, as autoridades regulatórias e as instituições multilaterais, como o FMI e o Banco Mundial, se aperceberam que as regras formuladas em Basileia deveriam ser aplicadas a todos os bancos e países. No caso das economias periféricas, seria um instrumento para estabelecer um padrão mínimo de regulação prudente em sistemas financeiros que ainda estavam se recuperando de um longo período de ausência do mercado internacional, por razão da crise das dívidas externas desses países. Ao mesmo tempo, era uma forma de estimular a entrada de bancos estrangeiros nesses mercados periféricos e, debaixo do guarda-chuva dos Acordos de Basiléia, os bancos estrangeiros entrantes estariam protegidos contra

um eventual tratamento regulatório discriminador perante os concorrentes já instalados.

Assim, para os países periféricos, a nova regulação internacional, os Acordos de Basiléia, passou a ser um caminho necessário a ser seguido, caso optassem por integrar seus mercados financeiros nacionais ao global. O prêmio nesse caso seria o acesso a volumes externo maiores e a mecanismo menos instáveis de financiamento, como a aquisição por investidores estrangeiros de ativos domésticos denominados na moeda local.

Nesse cenário, o Brasil e a moderna regulação financeira brasileira representam uma das experiências mais bem-sucedidas de integração de um país periférico ao sistema financeiro globalizado. Os resultados desse processo foram relativamente limitados entre 1994 e 2004, quando o país foi objeto de sucessivas crises externas e internas. Entretanto, apesar de os frutos da maior estabilidade financeiras terem demorado a serem percebidos, houve, a partir de 2004, uma intensa conexão do sistema financeiro brasileiro ao internacional. Isso é percebido em indicadores que vão desde o volume de reservas internacionais, ao movimento das bolsas de valores, passando pelo alongamento dos prazos da dívida pública interna.

A adoção pelo Brasil de princípios, padrões e mecanismos regulatórios mais modernos, adotados de uma forma mais tutelar que nos Estados Unidos e no Reino Unido, foi considerado um fator muito relevante para explicar o sucesso das medidas adotadas pelo governo brasileiro para enfrentar a Crise Financeira Internacional de 2008. Essa arquitetura vem também se mostrando robusta para enfrentar as novas normas internacionais, as quais estão sendo implementadas como resposta à Crise (Basiléia III). Os ônus decorrentes da mudança nos padrões financeiros e de conduta parecem ser muito menores aqui do que nos países desenvolvidos.

Do ponto de vista da regulação do Setor Elétrico, a experiência financeira aponta alguns aspectos que, à primeira vista, poderiam servir de agenda para o prosseguimento dessa investigação em bases comparadas. É possível, desde já, apontar quatro vertentes. A primeira é de natureza metodológica, voltada para identificar e hierarquizar elementos de natureza sistêmica, prudencial e de conduta. A importância do Setor Elétrico em termos do suprimento de um bem público essencial e de seu porte relativo na economia nacional lhe assegura uma relevância sistêmica destacada, tendo em vista o impacto que tem sobre os setores real e financeiro.

A crise de 2001 foi um exemplo claro desta importância sistêmica. Entretanto, os desdobramentos de uma crise no Setor Elétrico têm efeitos distintos sobre a

economia em comparação a uma crise originada no setor financeiro, o que faz a regulação de cada um destes setores ter certo grau de idiossincrasia. Há um aspecto de risco sistêmico, assim como há aspectos prudenciais e de conduta, os quais, pelos mesmos motivos, são relevantes no Setor Elétrico e podem ser identificados de forma a hierarquizar os desafios regulatórios para o setor, cujo tratamento a ser dado, contudo, deve levar em conta as suas particularidades.

A segunda vertente decorre do fato de que essa mesma percepção aponta para que, a despeito de o risco de contágio no Setor Elétrico ter uma dimensão diferente do setor financeiro, deveria haver uma preocupação recorrente do regulador com relação aos indicadores operacionais e financeiros com um foco precaucional, tendo como objeto as empresas concessionárias e autorizadas. Um exemplo seria o sistema de pagamentos do setor. Outro ponto seria o acompanhamento sistemático por parte dos reguladores dos indicadores de solvência e liquidez das empresas.

Uma terceira vertente seria identificar os elementos e atores sistemicamente importantes para a operação e o investimento do Setor Elétrico. Essa perspectiva estende o horizonte da vertente anterior no sentido de focar atores ou elementos que, por sua relevância sistêmica, devessem integrar a perspectiva regulatória das autoridades setoriais.

Por fim, uma quarta vertente diz respeito ao estabelecimento de padrões de governança corporativa comuns às empresas que operam em cada segmento do Setor Elétrico, em especial, para orientar os processos de gerenciamento interno de riscos e auxiliar na tomada de decisões que afetem os indicadores financeiros das companhias.

8 .Bibliografia

Anbima (2013). Basileia III no Brasil. Informe de Legislação nº 15. Disponível em: http://www.anbima.com.br/informe_legislacao/2013_015.asp (atualizado em 26/03/15).

BCB (2009). Sistema de Pagamentos Brasileiro. Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/spb-textocompleto-pdf.pdf.

BCBS (2015). History of the Basel Committee. Basileia, Suíça: BIS, BCBS. Disponível em: http://www.bis.org/bcbs/history.htm.

Castro, L. B. (2009). Regulação Financeira: Teoria, Acordos de Basileia e a Experiência Recente do BNDES. Tese de Doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.

Carvalho, F. J. C. (2003). "Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação da Liquidez aos Acordos da Basileia", UFRJ. Disponível em: www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/inovacao_financeira_e_regulacao.pdf.

Cpmi-IOSCO (2015). Implementation monitoring of PFMIs: Second Update to Level 1 assessment report. Madrid: CPMI-IOSCO. Disponível em: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD489.pdf.

Fundo Monetário Internacional. 2012. Disponível em: http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/index.htm

Hermann, J. (2010). "Desenvolvimento financeiro e concorrência privada: desafios para a funcionalidade macroeconômica dos bancos públicos", in: Jayme Jr., F.; Crocco, M. (orgs) Bancos Públicos e Desenvolvimento, Capítulo 10. Brasília: IPEA.

Helleiner, E. (1994) States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to Global Finance, Cornell University Press

Keynes, J. (1976). Ensaios de Persuasão: As consequências para os Bancos das Mudanças nos Valores em Dinheiro. Ensaios Econômicos, Editora Abril.

Kindleberger, C. e Aliber, R. (2005). Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises. Palgrave Macmillan. Londres

Komai, A.; Richardson, G. (2011). A Brief History of Regulations Regarding Financial Markets in the United States: 1789 to 2009. NBER Working Paper No. 17443. Disponível em http://www.nber.org/papers/w17443.

Maddison, A. (2001). The world economy: a millennium perspective. Paris, OECD.

Minsky, H. P. (1992). The financial instability hypothesis. New York: The New Economics Institute, (Working Paper, 74). Disponível em: <http://www.levy.org>.

_____. (1986). Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press.

Mishkin, F. (2011). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. NBER Working Paper No. 16755

Novaes, A. (2009). Derivativos e governança corporativa: o caso Sadia – corrigindo o que não funcionou. Mimeo. Disponível em: http://www.economia.puc-rio.br/Mgarcia/Seminario/textos_preliminares/101705%20Derivativos%20e%20Governança%20Corporativa.pdf.

Paula, L. F. (2002). Banking internationalisation and the expansion strategies of European banks to Brazil during the 1990s. Vienna: Société Universitaire Européenne de Recherches Financières.

Sarno, P. M. (2006). A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986. Tese de Doutoramento apresentada ao Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.

Sobreira, R.; Montani Martins, N. (2011). "Os Acordos de Basiléia e bancos de desenvolvimento no Brasil: uma avaliação do BNDES e do BNB". Revista de Administração Pública, Vol. 45 (2): 349-76.

Torres E. (2014) "A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo". Revista de Economia Política, vol. 34, nº 3 (136), pp. 433-450

Torres, E. e Borça, G. (2008) "Analisando a Crise do Subprime", Revista do BNDES no. 30, Rio de Janeiro/BNDES, p. 129-160

Torres, E.; Macahyba, L.; Zeidan, R. (2014). "Restructuring Brazil's National Financial System". International Research Initiative on Brazil and Africa (IRIBA) Working Paper nº 06. School of Environment, Education and Development, The University of Manchester.

Torres, E. e Macahyba, L. (2012) O Elo Perdido: Mercado de Títulos de Dívida Corporativa o Brasil. [S.l.]: IEDI/ITB, 2012. 83 p. Disponível em: <hp://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff 6e4934e2d3070.pdf

Tarullo, D. (2008). Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation. Peterson Institute for International Economics

Volcker, P. (2009). The only thing useful banks have invented in 20 years is the ATM. New York Post. 13 de dezembro

White, W. (2013). The Prudential Regulation of Financial Institutions: Why Regulatory Responses to the Crisis Might not Prove Sufficient. SSP Research Papers. Vol 6. Issue 33. The School of Public Policy. University of Calgary.

Yazbek, O. (2007). Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier.

Anexo I: Indicadores Macroeconômicos e do Sistema Financeiro Brasileiros Selecionados

	Indicadores Macroeconômicos				Ações				Dívida Corporativa		Fundos	Resiliência	
	Crescimento do PIB % a.a.	FBCF/PIB %	Déficit em CC % PIB	Inflação % a.a.	Capitalização % PIB	Volume Negociado US$ bi	Emissões US$ mi	Cias Listadas Número	Estoque US$ bi	Emissões US$ mi	Ativos sob gestão US$ bi	Índice de Basileia %	Crédito Total % PIB
1988	7,3	24,9	-0,9	629,1	10,2	18,0	n.d.	589	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	165,4
1989	10,6	27,2	-2,3	1.430,7	10,4	16,8	n.d.	592	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	212,9
1990	3,7	27,2	-1,5	2.947,7	3,6	5,6	n.d.	581	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	87,6
1991	7,9	24,9	-0,3	477,4	10,5	13,4	n.d.	570	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	87,9
1992	12,2	26,2	-2,1	1.022,5	11,6	20,5	n.d.	565	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	129,8
1993	6,9	28,8	-5,2	1.927,4	22,7	57,4	n.d.	550	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	180,0
1994	5,7	26,7	-2,8	2.075,8	33,9	109,5	n.d.	544	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	84,6
1995	10,5	28,5	-1,8	66,0	18,8	79,2	n.d.	543	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	54,9
1996	7,4	27,7	-4,0	15,8	25,4	112,1	n.d.	551	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	56,2
1997	6,6	27,5	-4,3	6,9	28,8	202,5	n.d.	536	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	58,4
1998	3,3	26,9	-4,8	3,2	18,6	146,7	n.d.	527	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	65,0
1999	-0,7	20,9	0,1	4,9	37,9	87,3	n.d.	478	n.d.	8.585,8	n.d.	n.d.	69,1
2000	4,5	21,9	-1,2	7,0	34,4	101,3	3.102,5	459	n.d.	11.382,1	148,5	n.d.	70,5
2001	3,3	22,2	-1,5	6,8	33,3	65,1	1.122,9	428	n.d.	12.238,8	148,2	14,8	71,7
2002	2,2	22,0	-0,8	8,5	24,3	48,2	1.148,5	399	45,2	6.809,5	96,7	16,6	73,8
2003	3,4	21,9	-1,1	14,7	42,0	60,4	287,4	367	46,1	11.718,8	171,6	18,9	73,2
2004	6,8	20,3	2,6	6,6	49,3	93,6	1.651,0	357	32,2	9.573,2	220,6	18,6	72,0
2005	6,3	22,0	1,5	6,9	53,2	154,2	3.433,1	381	66,6	17.683,2	302,9	17,9	73,6
2006	5,8	20,7	4,6	4,2	64,2	254,5	11.177,1	392	94,5	12.303,9	418,8	19,0	85,1
2007	5,2	20,6	4,1	3,6	98,2	585,0	38.722,9	442	150,2	9.916,9	615,4	18,8	90,3
2008	3,2	25,9	-3,2	5,7	34,8	727,8	10.435,4	432	210,7	6.734,7	479,3	18,3	94,6
2009	-1,0	20,4	2,0	4,9	70,1	649,2	12.963,4	377	251,3	10.046,7	784,0	19,0	90,6
2010	5,7	22,3	1,7	5,0	70,0	901,1	24.617,2	373	367,0	31.605,3	980,4	17,7	93,4
2011	5,8	23,7	-1,2	6,6	47,0	961,3	14.339,4	366	478,6	37.799,9	1.008,9	16,3	95,2
2012	5,5	25,5	-3,6	5,4	51,0	834,5	8.650,6	353	572,8	51.204,5	1.071,0	16,4	103,3
2013	4,3	24,4	-3,7	6,2	n.d.	n.d.	14.457,7	n.d.	594,0	39.153,6	1.018,6	16,1	103,4
2014	1,8	21,5	-1,2	6,3	n.d.	n.d.	6.915,2	n.d.	n.d.	44.128,9	989,5	16,7	108,3
Fonte	BM	BM	FMI	BM	BM	BM	FMI	BM	BIS	FMI	ICI	FMI	BM

Legenda

PIB: Produto Interno Bruto.

FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo.

CC: Conta Corrente (Transações Correntes).

BM: Banco Mundial.

FMI: Fundo Monetário Internacional.

BIS: Banco de Compensações Internacionais.

ICI: Investment Company Institute.