

DESDOBRAMENTOS DA GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA: REGULAÇÃO SUBSTANTIVA E PROCEDIMENTAL

Otaviano Canuto & Gilberto Tadeu Lima *

Introdução

O arcabouço regulatório das finanças nas economias avançadas compreende dois itens básicos: as redes de segurança financeira (seguros de depósitos ou outras aplicações, empréstimos em última instância) e os sistemas de supervisão e regulação. As redes de segurança financeira existem em função do risco sistêmico de que situações reversíveis de iliquidez patrimonial se transformem em problemas irreversíveis de insolvência e quebra. Por seu turno, a supervisão e regulação tem como principal objetivo contrarrestar as assimetrias de informação intrínsecas às atividades financeiras e os decorrentes problemas associados à seleção adversa e ao risco moral (*moral hazard*), inclusive a potencialização destes pela própria presença das redes de segurança financeira (Herring & Litan, 1995) (Dale, 1996) (Canuto & Ferreira Jr., 1998).

Os instrumentos da supervisão e regulação das instituições financeiras compreendem regras e leis concernentes à retenção de ativos em carteira, exigências mínimas de capital em relação aos ativos, requisitos de *disclosure*, credenciamento e exames periódicos, mecanismos de proteção a aplicadores e até restrições à concorrência, quando esta é tomada como potencialmente indutora de comportamentos de risco moral (Mishkin, 1996). As exigências de proporções mínimas de capital e ativos líquidos em relação ao tamanho das carteiras constituem a ferramenta básica no que tange à gestão da vulnerabilidade perante riscos.

O presente trabalho aborda os principais desafios colocados aos sistemas vigentes de supervisão e regulação financeira no contexto da acelerada transformação nas finanças nas duas últimas décadas. As responsabilidades da regulação financeira foram historicamente estabelecidas a partir da classificação setorial de instituições e atividades (bancos, ativos negociáveis, seguros). Adicionalmente, foram conformadas dentro de fronteiras nacionais.

*

Professores do Instituto de Economia da Unicamp [ocanuto@eco.unicamp.br; glima@eco.unicamp.br]

Contudo, conforme examinamos nos três primeiros itens, essa configuração tem sido contestada pelas atuais direções de mudança nas finanças (Canuto, 1997) (Gonçalves *et alii*, 1998): a crescente integração funcional entre as atividades bancárias e não-bancárias; a globalização financeira e; adicionalmente, inovações financeiras em grande velocidade e amplitude, particularmente nos mercados de produtos derivativos. O item final lida com a resposta que parece afirmar-se como tendência atualmente mais provável, a saber, o foco crescente nos procedimentos de auto-gestão de riscos pelas instituições, em detrimento da regulação direta do conteúdo de riscos em seus portfólios.

Securitização e Integração Funcional

Um dos traços comuns na evolução das finanças desde o início dos anos 80, na maior parte das economias avançadas, tem sido a crescente combinação de atividades bancárias e não-bancárias (com *securities* e operações de seguros) dentro de conglomerados financeiros. Tal integração vem trazendo consequências sobre os sistemas regulatórios nacionais erigidos a partir da distinção de características entre os dois tipos de atividades. A separação tradicional entre bancos comerciais e de investimento tornou-se conceitual e, com maior frequência, não-empresarial.

Além disso, as transações com *securities* – particularmente com títulos de dívida negociáveis - vêm se expandindo a um ritmo maior do que as operações de crédito bancário tradicional. Os circuitos de meios de pagamentos e a disponibilidade básica de liquidez continuam sendo definidos a partir da operação do sistema bancário comercial, mas investidores institucionais têm contestado o monopólio de oferta de passivos líquidos pelos bancos, oferecendo saques à vista ou em curtíssimos prazos.

A variabilidade de valor nos passivos não-bancários, porém, continua sendo elemento diferenciador. A substituição relativa do crédito bancário por emissão e comercialização em mercados secundários de títulos de dívida se deu principalmente no financiamento empresarial de prazos maiores, com a atividade bancária deslocando-se deste em direção ao suprimento de liquidez à intermediação financeira não-bancária.

As instituições financeiras apostaram na obtenção de economias de escopo (sinergia) na integração funcional bancária e não-bancária e, particularmente, sob a forma de integração patrimonial e não apenas arranjos sem fusão de propriedade (alianças estratégicas). A integração dentro de uma mesma firma tem sido crescente,

como testemunharam as freqüentes ondas de fusão entre bancos e não-bancos desde o início dos anos 80, aceleradas nos últimos dois anos. Ao mesmo tempo, o financiamento “securitizado” apresentou maior dinamismo – especialmente através da intermediação patrimonial de investidores institucionais e não “diretamente” entre aplicadores e captadores de fora do sistema financeiro.

O fator considerado como principal determinante da integração de funções bancárias e não-bancárias tem sido a desregulamentação financeira nas economias avançadas (Dale, 1996) (Freitas & Cintra, 1998). Há que se observar, por outro lado, que a desregulamentação se deu em geral em cenários nos quais, nos anos anteriores, os próprios negócios privados já vinham contestando as regulações existentes e pressionando por mudanças.¹

Em Londres, quando as regras da bolsa de valores local foram alteradas, em 1986, para permitir a aquisição de firmas participantes por firmas de fora, inclusive bancos, assistiu-se a uma combinação de atividades bancárias e não-bancárias em breve espaço de tempo. A separação entre estas atividades havia sido uma característica básica do sistema financeiro inglês nos 300 anos anteriores.

Nos Estados Unidos, o *Glass-Steagall Act* de 1933 ainda separa formalmente as atividades bancárias e não-bancárias. No entanto, interpretações pragmaticamente convenientes para sua superação foram oferecidas pelos reguladores norte-americanos nos últimos anos, de modo a autorizar que bancos comerciais pudessem operar com *securities* através de filiais especificamente voltadas para tanto (Canals, 1997) (Freitas & Cintra, 1998).

No Japão, as restrições sobre a atividade com *securities* pelos bancos, estabelecidas após a Segunda Guerra Mundial, foram gradualmente relaxadas. A Lei de Reforma do Sistema Financeiro, de 1993, permitiu a bancos comerciais e não-bancos invadirem reciprocamente suas áreas de atuação, desde que com filiais especificamente dedicadas a tanto.

Na União Européia, por seu turno, o estabelecimento de um arcabouço regulatório comum aos membros promoveu a generalização do modelo de “bancos universais” (Canals, 1997). Já antes do lançamento do euro, estava definido que os prováveis

¹ O caráter subversivo das inovações financeiras em relação aos sistemas de regulação foi algo sobre o qual Hyman Minsky já chamara atenção nos anos 50. Há que se observar também que, por “desregulamentação”, designa-se a abolição ou relaxamento de certos controles ou barreiras existentes, mas não a eliminação da regulação financeira.

sobreviventes no mercado financeiro unificado em nível europeu estariam congregando atividades bancárias e não-bancárias.

A competitividade do financiamento securitizado em relação aos empréstimos bancários não-negociáveis foi favorecida pela desregulamentação, na medida que ativos anteriormente ilíquidos ganharam a possibilidade de financiamento através da comercialização de seus títulos representativos em mercados secundários. Inovações financeiras permitiram a proliferação de mercados para hipotecas imobiliárias, securitização de vendas ou outros direitos recebíveis, *asset-backed securities* etc.

Além disso, em relação ao crédito bancário, as *securities* carregam vantagens competitivas em ambos os lados ativo e passivo. No lado dos investidores, propiciam maior liquidez em mercados secundários e, portanto, maiores “prêmios pela liquidez” no sentido de Keynes. No lado dos captadores de recursos, oferecem maior liberdade em relação aos credores, além do custo menor em termos de taxas de captação, por causa do prêmio pela liquidez. Com o pleno florescimento dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos) e outras formas de intermediação não-bancária com envolvimento e compromisso nas operações, as vantagens oferecidas pela intermediação financeira puderam ser melhor conciliadas com os atrativos dos títulos negociáveis, particularmente no caso dos *bonds* (títulos de dívida).

Duas questões imediatamente foram postas pela integração funcional e securitização sobre a regulação financeira:

1. quais seriam as conseqüências em termos de competitividade e da funcionalidade dos diversos tipos de estruturas empresariais dentro do sistema financeiro, tomando-se como ponto de partida as diferenças - nacionais e entre tipos de instituições - anteriores?
2. em que medida a supervisão e regulação financeira, bem como o exercício das redes de segurança financeira, deveriam passar a realizar-se numa base consolidada de conglomerados?

Uma questão correlata à primeira é a clássica discussão sobre a presença de vantagens intrínsecas em favor de sistemas financeiros baseados em crédito bancário ou em mercados de capitais, com tal classificação efetuada a partir das relações entre o setor financeiro e o não-financeiro e/ou entre o governo e o primeiro. De acordo com Akyüz (1993), Canals (1997) e Scholtens (1997), estes modelos perderam parte de sua representatividade sob suas formas puras desde a aceleração de transformações financeiras nos anos 80, mas ainda se pode localizar diferenças de peso entre os

sistemas nacionais europeus e japonês (baseados no crédito) e anglo-saxões (baseados em mercados de capitais).

Por exemplo, o processo de institucionalização do investimento (fundos mútuos, fundos de pensão, *hedge funds*, companhias de seguro) na América do Norte foi muito mais profundo do que o experimentado na Europa continental até aqui. Entre outras razões para isso, há as diferenças entre seus sistemas previdenciários e entre os escopos de atuação permitidos a seus bancos.

Ações das empresas não-financeiras na Europa continental e no Japão permanecem predominantemente nas carteiras de bancos e outras empresas, enquanto os investidores institucionais são majoritários nos Estados Unidos e na Inglaterra. O financiamento externo às empresas na Alemanha e no Japão continua superior ao do caso anglo-saxão. Os ativos financeiros não-bancários nas carteiras dos bancos japoneses e alemães são muito maiores do que aqueles com os bancos dos Estados Unidos e da Inglaterra e, não por acaso, os ativos em mãos dos fundos de pensão nestes últimos países são bem maiores do que nos casos da Europa continental e do Japão (Scholtens, 1997).

O debate sobre a superioridade entre estes sistemas e sobre qual o provável resultado da concorrência entre eles, a partir da globalização financeira, foi recentemente intensificado, com a crise financeira asiática, conforme veremos no próximo item. Por outro lado, antes mesmo de colocar-se com plenitude a concorrência entre "paradigmas financeiros nacionais", a securitização-*cum*-integração-funcional já começara a subverter, dentro das diversas regiões, as fronteiras entre bancos e não-bancos assumidas nos arcabouços anteriores de supervisão e regulação. Vejamos aqui, sucintamente, algumas das adaptações introduzidas nos modelos regulatórios pré-existentes na Europa, nos Estados Unidos e no Japão, diante daquelas duas questões acima.

Pode-se esboçar quatro estereótipos de estruturas empresariais bancárias a partir das experiências naquelas regiões (Herring & Litan, 1995) (Dale, 1996):

(i) o modelo de separação máxima contido no *Glass-Steagall Act* norte-americano, no qual os bancos não estão autorizados a operar com *securities* ou possuir empresas que o façam. Ao mesmo tempo, a regulação financeira é estabelecida numa base "funcional", ou seja, colocando regras de adequação de capital diferenciadas, buscando assegurar que os riscos envolvidos nos dois tipos de atividades permaneçam separados, ainda que com eventuais custos de oportunidade incorridos pela perda de

oportunidades de sinergia. As distinções entre os ramos bancário e não-bancário são, neste modelo, consideradas ao limite;

(ii) o modelo de bancos universais, predominante historicamente em boa parte do continente europeu, no qual as atividades bancárias tradicionais e não-bancárias se organizam livremente dentro da mesma unidade bancária. Há, no caso, uma conjunção de riscos e a regulação é implementada por uma única autoridade, aplicando um regime comum de adequação de capital (a “regulação institucional”);

(iii) uma alternativa intermediária, na qual os riscos das duas atividades são tentativamente segregados, mesmo com a realização combinada de ambas em uma mesma entidade empresarial. O instrumento para tanto é a exigência de que as duas atividades sejam exercidas em empresas legalmente distintas, com restrições estabelecidas sobre as transações intra-conglomerado financeiro (o modelo de “paredes à prova de fogo” – *firewall model* – ou de “muralhas chinesas”). Trata-se do modelo proposto nos Estados Unidos para substituir o Glass-Steagall Act, o qual já vem sendo aplicado para as subsidiárias bancárias já autorizadas a operar, dentro de certos limites, nos ramos de *securities*. Uma regulação similar foi recentemente introduzida na reestruturação financeira japonesa; e

(iv) o “enfoque do livro de registros contábeis ou comerciais” (*trading book approach*) incorporado nas Diretrizes de Adequação de Capital para a União Européia, em 1993. Trata-se de uma variação do modelo de bancos universais, no qual as atividades com *securities*, conforme seus registros contábeis, ficam sujeitas a um regime de adequação de capital distinto daquele para a atividade bancária, mantendo-se a livre integração bancária e não-bancária. A liberdade para os bancos universais no âmbito da União havia sido estabelecida na Segunda Diretiva Bancária de dezembro de 1989 (Herring & Litan, 1995).

Vê-se, nos casos (iii) e (iv), tentativas de combinar regulações funcionais e institucionais, manifestando-se uma preferência generalizada de afastamento em relação aos modelos extremos (i) e (ii). Em ambos os casos, pode-se depreender o maior grau de complexidade da regulação necessária, colocando-se em questão tanto a repartição de funções quanto a coordenação entre agências e comissões separadas *vis-à-vis* sua unificação.

A solução européia teve de buscar atender compromissos peculiares, decorrentes do processo de unificação monetário-financeira. Na medida em que os sistemas financeiros e regulatórios pré-unificação guardavam diferenças substanciais – enquanto na

Alemanha os bancos universais eram a norma, no outro extremo o modelo da Inglaterra mostrava-se próximo do norte-americano – a questão da concorrência entre bancos e não-bancos tornou-se delicada. O estabelecimento de condições competitivas iguais (*level playing field*) entre estes não era apenas uma questão de atendimento a interesses dentro dos setores financeiros, justapondo-se no caso a interesses nacionais. O “ênfoque pelos registros contábeis” foi resultado da pressão por igualar-se as condições competitivas entre bancos universais e não-bancos, não sem dificuldades.

Por exemplo, estabeleceram-se requisitos de capital diferenciados no caso de algumas atividades de risco similar, dependendo do fato de corresponderem ou não a operações com *securities*, como forma de tentar nivelar condições competitivas entre firmas bancárias e não-bancárias. As exigências de capital relativas a empréstimos bancários são bem mais altas do que aquelas aplicáveis a títulos de dívida com equivalentes riscos de inadimplência e maturidade (Dale, 1996: 51). Tal procedimento cria um viés competitivo em favor das operações com títulos de dívida negociáveis, em lugar de empréstimos, dentro dos próprios bancos universais.

O principal desafio para a regulação consolidada no modelo europeu reside no controle da combinação de riscos entre as esferas bancária e não-bancária. Dado que os conglomerados com bancos podem criar liquidez e fazer seu próprio *funding* de operações com *securities*, os problemas de risco sistêmico e de risco moral peculiares aos bancos são transportados aos mercados destes títulos. Seguem-se, também, a possibilidade de contaminação na direção oposta e o maior potencial de pressão sobre as redes de segurança financeira (seguros de depósitos e empréstimos em última instância).

Este problema é menor no caso norte-americano, onde as restrições das “paredes à prova de fogo” ainda criam fricções entre bancos e não-bancos. No caso das atividades não-bancárias, a ênfase permanece na defesa dos investidores, delegando pouca atenção à salvaguarda da estabilidade sistêmica.

No Japão, segundo Dale (1996), a reestruturação privilegiou dois objetivos. Antes de tudo, acomodar os conflitos de interesse entre bancos e não-bancos em meio à securitização-cum-integração-funcional, conflitos existentes a despeito da malha de participações acionárias cruzadas característica do mundo empresarial japonês e de seus processos de *consensus-building*. Adicionalmente, sustentar a “forte aversão” japonesa a falências no sistema financeiro.

As reformas estabeleceram uma detalhada divisão de áreas de negócios entre os dois tipos de instituições, conforme expresso em sua versão do modelo de “muralhas

chinesas”, na qual os bancos estão restringidos em sua capacidade de operar com *securities*. Ao mesmo tempo, o regime de adequação de capital no tocante às atividades não-bancárias dá ênfase à proteção de existência das firmas, em lugar de proteção aos investidores.

Diante das enormes perdas financeiras com o colapso das bolhas imobiliária e acionária ao final dos anos 80, acomodadas como ativos nos portfólios, na prática o enfoque adotado foi postergar seu reconhecimento como *non-performing*, na expectativa de sua absorção e diluição paulatina mediante expansão patrimonial em outras direções. A crise financeira nos vizinhos asiáticos – uma destas novas direções – trouxe a questão à linha de frente.

A avaliação mais comum no plano internacional - explicitada pelo *Federal Reserve Board* dos EUA - é a de que o preço pago pela relutância em aceitar falências tem sido um excesso de capacidade e a rentabilidade deprimida em ambas as atividades bancária e não-bancária japonesas. Adviriam daí as freqüentes saídas de capital japonês quando há maior folga de liquidez, bem como a baixa propensão a retomar investimentos ou outros gastos via endividamento doméstico, em decorrência da desconfiança quanto ao sistema financeiro local. No período mais recente, o governo vem tentando implementar um plano ordenado de queima de capital, minimizando seus efeitos de ruptura sobre a estrutura financeira doméstica.

De qualquer modo, pode-se concluir os seguintes pontos a partir das observações acima sobre a União Européia, os Estados Unidos e o Japão. Antes de tudo, a securitização-*cum*-integração-funcional parece ser tendência tomada como desejável ou inevitável.

Tem sido marcante, por outro lado, a heterogeneidade nas regras dos processos de transição entre a União Européia, o Japão e os Estados Unidos. Enquanto, no modelo europeu, até o momento manteve-se a propensão a regular oficialmente, inclusive dentro dos bancos universais, as atividades bancárias e não-bancárias, nos Estados Unidos e no Japão a tendência seguida foi a combinação de "paredes à prova de fogo" e maior espaço para a auto-regulação mercantil na atividade não-bancária. A globalização financeira, contudo, pressiona por menor heterogeneidade nos marcos regulatórios.

Globalização Financeira

A globalização dos mercados para a atividade bancária é um processo já em curso desde os anos 60, a partir do desenvolvimento do mercado de euro-dólares, bem como da reciclagem de petrodólares e do financiamento bancário às economias em desenvolvimento e da Europa Oriental nos anos 70. Ganhou, porém, ímpeto ainda maior desde o início dos anos 80 (Gonçalves *et alii*, 1998).

Ao final de 1994, por exemplo, o estoque de ativos bancários além-fronteiras estava quase 5 vezes maior do que aquele de 1980. Enquanto proporção do PIB conjunto dos países da OCDE, aquele estoque saltou de 20% em 1980 para cerca de 35% em 1994 (Dale, 1996: 2).

Mas foi no caso das *securities* que a expansão de mercados globais mostrou-se fenomenal, conforme expresso no crescimento das transações além-fronteiras e nas operações cambiais, assim como no surgimento de instituições financeiras não-bancárias multinacionais. Entre 1980 e 1994, as transações além-fronteira com *securities* aumentaram, em valor, de 10% do PIB das economias avançadas para algo acima de 100% (*ibidem*).

Nos mercados de ações, um em cada quatro negócios no mundo envolve um título estrangeiro ou uma contrapartida no exterior. A emissão de títulos de dívida e ações em escala internacional quadruplicou entre 1985 e 1994, enquanto o volume de giro em transações cambiais triplicou entre 1988 e 1993 (*ibidem*). A securitização destacada no item anterior expressou-se no perfil da globalização financeira.

Assim como a abolição ou relaxamento de certos controles e barreiras existentes nas economias avançadas permitiu a securitização-*cum*-integração funcional, a supressão paulatina de controles cambiais e sobre fluxos de capital possibilitou a globalização financeira. Estabelecido o contexto de movimento liberalizado, seguiram-se as oportunidades de arbitragem entre mercados e a busca de apropriação dos benefícios de diversificação de riscos pelos investidores institucionais, em nível internacional. A globalização financeira constituiu-se, inclusive, em grande usuária e fomentadora da revolução nas tecnologias de informação.

Três são os níveis em que estão colocados desafios pela globalização financeira sobre os sistemas regulatórios nacionais ou regionais: comércio de serviços financeiros além-fronteiras; investimentos de instituições multinacionais em mercados financeiros

no exterior; e, finalmente, transações entre instituições financeiras situadas em países distintos, as quais dão margem a *counterparty risks* de natureza inter-jurídica.

A existência de brechas, em termos de transações não sujeitas ao alcance de algum sistema regulatório, tende a elevar os riscos sistêmicos e os problemas de risco moral, criando novas demandas em termos de redes de segurança financeira em níveis nacional ou internacional. Adicionalmente, riscos sistêmicos podem ser criados mediante contágios de desordem financeira originados em centros financeiros com regulação mais frouxa, além da exposição diante de riscos jurídicos externos sobre os quais o sistema regulatório doméstico não pode monitorar. A coexistência entre sistemas regulatórios diferenciados e mercados globais pode ainda suscitar vantagens concorrenciais entre instituições financeiras de países distintos.

Uma das propostas existentes em relação a esses problemas consiste em permitir a concorrência entre centros financeiros rivais, com suas diferenças regulatórias, na expectativa de que as regras e instituições convirjam em direção a algum padrão ótimo. A crise financeira na Ásia é mencionada como exemplo de derrota inevitável dos “paradigmas financeiros” menos eficientes a longo prazo. Ausência de disciplina de mercado no “capitalismo de compadres” (*crony capitalism*) e seu voluntarismo governamental gerariam, inexoravelmente, problemas de risco moral, ineficiência de investimentos e vulnerabilidade financeira no longo prazo.

A concorrência entre sistemas e as observações sobre a crise asiática têm estado presentes, por exemplo, nos discursos proferidos por Alan Greenspan, presidente do *Federal Reserve Board*, bem como por membros do *Council of Economic Advisors* do governo dos Estados Unidos. De certa forma, a seleção competitiva também foi o processo adotado na unificação européia (Herring & Litan, 1995: 21-2), ainda que com as tentativas de atenuação das discrepâncias competitivas *ex ante* mencionadas no item anterior.

Mesmo esse enfoque *laissez-faire* supõe algumas regras para o curso do processo, no tocante às diferenças regulatórias. No caso de se aplicarem as regras dos países hospedeiros de investimentos de instituições financeiras, há igualdade de condições dentro de cada jurisdição. Restaria intocada a arbitragem entre condições dos mercados no tocante à provisão trans-fronteiras dos serviços financeiros.

A alternativa, ainda dentro da proposta de concorrência entre sistemas financeiros e seus modelos de regulação, consiste em exercer regras dos países de origem em uma base consolidada incluindo filiais e subsidiárias no exterior. Haveria igualdade de

condições concorrenciais entre as firmas de um mesmo país, com as distorções competitivas derivadas das diferenças regulatórias afetando instituições de diferentes países, em lugar de seus centros financeiros. O recente fracasso nas negociações em torno do Acordo Geral sobre Investimentos, no âmbito da OCDE, deixou a questão em aberto.

Um aspecto a observar é o de que, dentro dessa visão, enquanto não se materializar alguma convergência em escala global, permanecem abertas as possibilidades de super-exposição das instituições financeiras em relação aos elos mais fracos do sistema global e o conseqüente contágio para outras áreas, conforme se presenciou nas crises em economias emergentes a partir da mexicana e, mais ainda, da asiática. Ao se desdobrarem as crises, pôde-se constatar a presença anterior, em cada caso, de excesso de exposição a riscos por agentes locais e por seus financiadores externos. Tende a crescer a pressão por difusão à periferia dos modelos de regulação vencedores, como requisito para esta periferia não receber algum tipo de segregação no sistema regulatório das economias avançadas.

As experiências com surpresas quanto a envolvimento com altos riscos por parte de instituições das economias avançadas – como na falência do Banco Barings em 1995 e as crises de *hedge funds* durante 1998 – estenderam a preocupação com a existência de pontos frágeis também dentro do núcleo duro das finanças globalizadas. Experiências com crises financeiras desde o início dos anos 80, de largo alcance ou localizadas, não estiveram restritas a economias emergentes. As forças de expansão de liquidez e do financiamento colocadas em ação com as transformações aqui tratadas fizeram-se acompanhar, como efeito colateral, por maior volatilidade e instabilidade.

O argumento em resposta tem sido o de que o lado "saudável" do sistema financeiro global tem-se mostrado capaz de suportar as turbulências, respondendo *a posteriori* mas, presumivelmente, aprendendo a evitar novas. Dentro do modelo americano, que combina "paredes à prova de fogo" e auto-regulação mercantil no caso da atividade não-bancária, a resposta à experiência com o LTCM e outros *hedge funds* tem sido o aperto regulatório focalizado na exposição dos bancos através de suas relações com aqueles. Por seu turno, os "paraísos fiscais e financeiros" não dispõem de confiança externa suficiente para constituírem forças gravitacionais capazes de provocar distorções maiores na arbitragem entre sistemas financeiros e regulatórios (Herring & Litan, 1995).

No caso da atividade bancária, o Comitê de Supervisão Bancária da Basiléia, sob os auspícios do BIS, propôs um passo além da espera do resultado da concorrência entre paradigmas financeiros. O Comitê sugeriu que fossem alcançados, mediante negociação, alguns padrões mínimos de regulação prudencial para harmonização das regulamentações. O regime proposto incluiria regras harmonizadas para os padrões de adequação de capital mínimo, além de supervisão prudencial sob uma base de consolidação pelo país de origem.

No caso das *securities*, a busca de padrões comuns tem sido menos intensa. Entre outros fatores, há a crença de que são relativamente menores os problemas de risco sistêmico de que iliquidez crie insolvência e maiores as possibilidades de auto-regulação dos mercados. As instâncias a cumprir provavelmente o papel de fórum no futuro tendem a ser a IOSCO (Organização Internacional de Comissões de *Securities*) e a IAIS como sua contrapartida quanto aos seguros.

Em julho de 1988, foi anunciado o Acordo da Basiléia, de acordo com o qual o Grupo dos 10 se comprometia com o estabelecimento de diretrizes a respeito de padrões de adequação de capital mínimo para bancos internacionais para entrar em vigor a partir de 1993. Seus objetivos explicitados foram o de fortalecer a solidez e a estabilidade do sistema bancário internacional, assim como assegurar igualdade de condições concorrenciais entre bancos internacionais.

Os padrões de capital delineados no Acordo lidavam com os riscos de crédito, ou seja, com o principal tipo de risco da atividade bancária tradicional. A valoração de ativos estaria sujeita a ponderações sob critérios de riscos diferenciados. As propostas suplementares apresentadas em abril de 1993, por seu turno, já abordaram o tratamento supervísório sobre os riscos de mercado incorridos pelos bancos, na cobertura de posições abertas em ações, títulos de dívida negociáveis, taxas de câmbio e em produtos derivativos. A integração funcional estava reconhecida como aspecto a lidar na supervisão e regulação bancária.

Uma das questões levantadas pelas propostas do Comitê disse respeito a quanto a supervisão bancária deveria abrir mão em termos do objetivo de solidez e estabilidade dos bancos, para permitir a igualdade de condições concorrenciais entre bancos e não-bancos. Como observou Dale (1996: 137), “a necessidade percebida de um arcabouço regulatório para ambos os bancos e as firmas de *securities* estaria levando supervisores bancários a aceitar padrões [de capital mínimo] abaixo daqueles que idealmente gostariam de aplicar aos bancos. Implicitamente, portanto, a meta prudencial

de segurança e solidez estava sendo subordinada ao objetivo mais amplo de estabelecer um campo neutro para todas as instituições participantes nos negócios com *securities*”.

As propostas do Comitê sofreram forte alteração no período recente, abrindo maior espaço para mecanismos de auto-regulação mercantil na própria regulação bancária, conforme observaremos no item final. Neste sentido, parecem estar convergindo rumo ao modelo americano.

Inovações Financeiras

O terceiro vetor de intensa transformação nas finanças contemporâneas está na velocidade de mudança imposta por inovações financeiras. Como nos casos anteriores, a conciliação entre os espaços abertos pela desregulamentação e os progressos nas tecnologias de informação e de computação mostrou-se favorável a esse desenvolvimento. Por sua vez, os processos de securitização-*cum*-integração funcional e de globalização criaram oportunidades de mercado e foram, no sentido oposto, realimentados pelas inovações financeiras.

Entre as inovações, são os produtos derivativos aqueles com maiores conseqüências sobre o funcionamento dos mercados financeiros contemporâneos. Os derivativos são contratos financeiros acerca de características de ativos subjacentes, seus primários. Na medida em que destacam e comercializam à parte atributos destes ativos subjacentes, são utilizados na busca de cobertura de riscos (*hedge*), especulação, arbitragem entre diferenciais de preços de ativos com atributos similares, bem como para ajustes da exposição de portfólios (Group of Thirty, 1993)

Quatro foram os fatores apontados no estudo do Group of Thirty (1993) como explicativos da explosão de derivativos:

- sua capacidade de reduzir custos de financiamento e fornecer ganhos através da arbitragem (esta capacidade foi o principal fator no crescimento inicial dos derivativos globais, especialmente no *swap* de taxas de juros e de câmbio);
- a própria instabilidade de taxas de juros e de câmbio, elevando a demanda por produtos que permitissem a gestão de riscos de mercado (preços);
- no lado da oferta dos produtos, custos decrescentes na implementação de estratégias de arbitragem e de cobertura de riscos, a partir da desregulamentação financeira e dos avanços nas tecnologias de comunicação e processamento de informações; e

- o desenvolvimento de modelos de valoração de derivativos, os quais permitiram aos participantes estabelecer convenções quanto a medir, apreçar e gerir riscos.

Os riscos envolvidos nas operações com derivativos, tanto do ponto de vista dos usuários finais (bancos, empresas financeiras não-bancárias, governos, fundos de investimento, empresas produtivas e outros agentes que usam os mercados para obter o *hedge*, reduzir custos de financiamento ou especular), quanto dos *dealers*, são os mesmos das operações financeiras tradicionais: riscos de crédito, de mercado (preço), operacionais e legais (Group of Thirty, 1993). O que há de especial nos atributos dos derivativos são a complexidade e a rapidez de transformação de riscos por eles permitida.

Os derivativos podem levar a aumentos na volatilidade e instabilidade dos mercados financeiros. O sentido geral das transformações financeiras recentes destacadas até aqui – a securitização-*cum*-integração funcional e a globalização – foi o de implicarem maior capacidade de alavancagem e financiamento a menores custos mas, simultaneamente, maiores riscos de volatilidade e instabilidade. Os derivativos são a fronteira desse processo, acentuando tais atributos.

A volatilidade de preços pode ser incrementada pelos derivativos. Este é o caso, principalmente, das opções, visto que estes instrumentos tendem a envolver o chamado *hedge* dinâmico e a exigir a venda em mercados que já estejam em queda. A evidência empírica tem-se revelado ambígua, apontando com efeito duas situações distintas: os períodos de normalidade, maiores, durante os quais a volatilidade não parece ser aumentada, e que são entrecortados, porém, por momentos mais curtos de *stress* durante os quais a proteção de risco normalmente obtida via derivativos acaba acentuando a instabilidade.

Na mesma direção, as atividades com derivativos constituem veículo potente de transmissão de choques financeiros entre mercados e entre fronteiras. Não se trata apenas do contágio de quebras e de desaparecimento de liquidez em mercados vinculados, como no risco sistêmico existente sem os derivativos. Na verdade, a comercialização de derivativos cria novos elos, não só entre os derivativos e os mercados de ativos subjacentes, como também entre os vários segmentos de derivativos e ativos primários. Abrem, portanto, mais canais de transmissão de turbulências financeiras.

Por outro lado, como resposta a essas preocupações quanto à volatilidade e transmissibilidade de choques tem-se mencionado que, na maior parte dos casos, os

problemas acentuados pelos derivativos têm origem em desequilíbrios nos mercados subjacentes, os quais deveriam ser o foco de atenção. Além disso, haveria margem de grande melhoria no funcionamento dos mercados mediante introdução, pelas firmas, de processos de simulação interna e testes de suas posições – e dos mercados – sob condições de *stress*. Aos reguladores, cumpriria adaptar os requisitos de capital mínimo para dar conta dos riscos.

A segunda preocupação maior com os derivativos, decorrente de seus atributos de complexidade e capacidade de alterar posições com velocidade, é a de que reduzem a transparência nos mercados financeiros. Esta maior opacidade pode colocar-se como problema não apenas no ponto de vista dos próprios participantes das transações financeiras e comerciais, como da perspectiva dos reguladores oficiais. Herring & Litan (1995) observam a erosão de poder supervisorio decorrente do fato de que as inovações financeiras têm facilitado a repartição e repacotamento de produtos financeiros individualizados. Como resultado, regulações que reprimem certas atividades podem ser contornadas mais facilmente mediante criação de substitutos próximos.

Com menor transparência, crescem os problemas com assimetria de informações e vulnerabilidade a riscos sistêmicos, não apenas devido à aumentada transmissibilidade de choques, como pelo incremento nas possibilidades de seleção adversa e risco moral. Os derivativos podem obscurecer as reais posições financeiras das empresas - inclusive no setor produtivo, nos casos em que suas estratégias como usuárias finais de derivativos têm peso em sua estrutura patrimonial.

A securitização-*cum*-integração funcional, a globalização financeira e os derivativos, ao mesmo tempo em que ampliaram a eficiência alavancadora e em termos de custos de financiamento, criaram novos desafios para os sistemas de regulação. O centro do debate recente diz respeito às insuficiências das propostas iniciais do Comitê da Basileia, conforme visto a seguir.

Da Regulação Substantiva à Regulação Procedimental

As primeiras propostas de harmonização regulatória da atividade bancária formuladas pelo Comitê da Basileia, tendo como base a adoção generalizada de critérios comuns de ponderação dos ativos e de capital mínimo, foi efetivamente o primeiro movimento tentativo de regulação financeira (bancária) em escala global. A partir de

1995, as Diretrizes do Comitê mostraram-se permeáveis às críticas resumidas a seguir.² Em particular, a complexidade ampliada das atividades sujeitas a riscos dos grandes bancos tende a tornar crescentemente enganosas as razões de capital calculadas de acordo com as regras existentes. De fato, inúmeros avanços tecnológicos em computação e telecomunicações, bem como desdobramentos teóricos - principalmente em modelos de precificação de opções - contribuíram para a proliferação de produtos financeiros cada vez mais complexos, conforme mencionamos.

O Acordo da Basiléia estabeleceu uma razão de capital mínimo em relação a ativos, com estes sendo ponderados a partir de uma classificação de tipos de ativos por níveis gerais de riscos, mas não um nível máximo de probabilidade de insolvência - com o pressuposto básico de que essa probabilidade é determinada pelo volume de capital do banco, a maturidade de seus ativos e passivos e o grau de risco de seu portfólio. Três críticas se estabeleceram então sobre o Acordo:

- os requisitos formais de razão de capital, por não derivarem de qualquer padrão de probabilidade de insolvência particular, são normalmente arbitrários. Por exemplo, todos os empréstimos a empresas são colocados na faixa de risco sujeita ao coeficiente de 8% de razão de capital;
- os requisitos abarcam os riscos de crédito e os riscos de mercado, mas não os riscos de operação ou outras formas de risco igualmente importantes; e
- os padrões de capital nem sempre levam em conta o *hedging*, a diversificação e as diferenças nas técnicas de gestão de risco e, especialmente, as de gestão de portfólio.

Nos anos recentes, segundo por exemplo Greenspan (1998), estaria correto o redirecionamento do foco dos esforços supervisórios adotado nos EUA, com ênfase crescente nos processos internos de mensuração e gestão de risco dos bancos. Esta ênfase nos processos internos tem sido influenciada parcialmente pela necessidade de tornar as políticas de supervisão mais baseadas no risco, dado o contexto de crescente complexidade das atividades bancárias. Adicionalmente, essa abordagem estaria reforçando os incentivos de mercado que estimularam os próprios bancos a investir pesadamente, nos anos recentes, no melhoramento de seus sistemas de administração da informação e de seus sistemas internos de quantificação, precificação e gestão de risco.

² Resumidas por Greenspan (1998), por ocasião de uma conferência comemorativa dos 10 anos do Acordo da Basiléia. Veja, também, Dale (1996).

Para fins internos, as grandes instituições tentam explicitamente quantificar seus riscos de crédito, de mercado e de operação por meio da estimação de distribuições de probabilidade de perda para várias posições de risco. Os modelos de *Value at Risk* (VAR), por exemplo - sugeridos inclusive pelo Comitê da Basileia a partir de fins de 1994 - estimam o máximo montante provável de perda em um portfólio de um banco, dentro de certo grau de confiança estatística. Seu manejo mais sofisticado poderá vir a ser, no limite, *on line*, permitindo a atualização em tempo real do monitoramento tanto da vulnerabilidade perante riscos quanto dos requisitos de capital.

Enquanto no Acordo da Basileia, por exemplo, todos os empréstimos a empresas são colocados na faixa de risco sujeita ao coeficiente de 8% de razão de capital, as alocações de capital internas dos bancos para os empréstimos variam consideravelmente - de menos de 1% para percentuais superiores a 30% - dependendo do grau de risco estimado da posição em questão.

Greenspan argumenta que as inconsistências entre o capital internamente considerado necessário e o exigido regulatoriamente criam um tipo particular de problema de risco moral. Razões de capital (de acordo com o padrão regulatório) nominalmente altas podem ser usadas para mascarar o nível real de probabilidade de insolvência. Por exemplo, considere-se o caso em que a análise de risco do próprio banco exige um capital interno de 15% contra seu portfólio. Se o banco efetivamente mantém 12% de capital, seria considerado, muito provavelmente, como bem capitalizado no sentido regulatório, muito embora possa estar subcapitalizado no sentido econômico. Na verdade, a possibilidade de razões de capital (de acordo com o padrão regulatório) mascararem a verdadeira probabilidade de insolvência torna-se mais aguda quando os bancos podem *arbitrage away* requisitos de capital inapropriadamente altos sobre seus ativos mais seguros, por meio da remoção desses ativos de seu balanço através da securitização.

Portanto, na medida em que melhoram as tecnologias internas de medida e administração de risco dos bancos, ao mesmo tempo em que aumentam tanto a profundidade e sofisticação dos mercados financeiros, quanto a mutabilidade das estruturas patrimoniais, os supervisores e reguladores do sistema, na visão de Greenspan, devem procurar continuamente incorporar, quando apropriado, os avanços de mercado (por exemplo, os descritos acima em termos de regulação interna) a suas políticas prudenciais.

Mais precisamente, dever-se-ia liberar o uso de modelos internos de risco de crédito como um possível substituto da - ou complemento à - estrutura corrente de regulações baseadas em razões de capital. Dada a mutabilidade patrimonial permitida pelas transformações financeiras, tornaram-se crescentemente complexos e de menor eficácia os esforços tradicionais de submeter instituições a cálculos oficiais quanto a suas posições substantivas de risco.

Mais eficaz seria que os reguladores monitorassem os modelos de estimativa e de gestão de riscos das instituições - incluindo as simulações de situações de *stress* - estabelecendo apenas os parâmetros mais gerais de aplicação dos modelos. Além disso, ter-se-ia assim a vigência de incentivos via mercado para recompensar e encorajar melhorias nas práticas internas de medida e administração de risco, dado que o retorno de tais melhorias seria incorporado pelas instituições sob a forma de custos mais baixos em termos de capital necessário para cobrir seus riscos.

Ao invés de buscar-se supervisionar e regular as mutantes posições substantivas de risco dos bancos, mais eficiente seria monitorar e regular os procedimentos adotados por estes em seus próprios cálculos de risco e de requisitos em termos de ativos/capital. A eficiência viria pelo lado dos menores custos de supervisão e pelos ganhos oferecidos às empresas que invistam na estimativa de riscos para economizar capital.

Com efeito, o Comitê da Basiléia apresentou novas emendas em abril de 1995, nas quais foi aceito o princípio de que os requisitos de capital devem levar em conta os riscos de preços de *commodities* e outros, além de introduzir um tratamento mais flexível das opções. Contudo, a modificação radical foi a proposta de permitir o uso de modelos *in-house* desenvolvidos e apropriados privadamente pelos próprios bancos, para mensurar os riscos de mercado, como uma alternativa em relação ao arcabouço padronizado de mensuração proposto originalmente.

Concretamente, as emendas significaram a aceitação das críticas e uma profunda mudança de orientação. Os supervisores passariam a afastar-se da mensuração direta de riscos, voltando-se agora para o estabelecimento de parâmetros de riscos – intervalos de confiança, períodos de dados para estimativa de volatilidade, períodos de validade de resultados - e para a auditoria e validação (ou não) dos próprios controles internos de risco bancário. Para completar, os supervisores aplicariam um “fator de conservadorismo” às estimativas de capital mínimo adequadas oferecidas pelos bancos, em proporção inversa ao grau de precisão probabilística da estimativa do VAR efetuada pelo banco em particular.

Referindo-se às transformações nas instituições financeiras, Andrew Large, presidente do Comitê de Investimentos e *Securities* do Reino Unido em 1994 (*apud* Dale, 1996: 4) afirmou que:

“(...) ao longo dos últimos 5-10 anos, as iniciativas de desregulamentação em vários países, combinadas com largos avanços nas capacidades de computação e nas tecnologias de comunicação, criaram um gênero totalmente novo de intermediário financeiro. Este adotou a teoria de gestão de risco financeiro que aplica a teoria de portfólios à faixa de riscos associada aos negócios com *securities*. (...) A principal característica desse enfoque é a busca dos elementos comuns de risco onde quer que possam estar em um portfólio e gerenciá-los de modo centralizado. Estas empresas não mais respeitam as fronteiras tradicionais entre mercados ou as velhas fronteiras institucionais entre atividades bancárias, *securities* e seguros. Elas estão no ramo da pura e simples gestão de riscos, operando em grande escala e sobre uma base verdadeiramente global.”

A julgar pela evolução da regulação financeira norte-americana, conforme delineada por Greenspan, bem como pelas alterações nas Diretrizes do Comitê da Basileia, a tendência predominante parece ser a aceitação de que, diante de tal conglomerado bancário/não-bancário, global e fluido mediante as inovações financeiras, não haveria como basear-se simplesmente em requisitos de relatórios e em exames dos bancos, ambos realizados com alguma mínima periodicidade. Relatórios diários de posições dos bancos, por seu turno, apenas tenderiam a criar sobrecarga para todos, gerando mais dados do que poderiam processar os supervisores públicos.

Estabelecendo uma analogia com a clássica distinção feita por Herbert Simon (1957, 1979) entre as dimensões *procedural* e *substantive* na racionalidade econômica, podemos dizer que a mudança de foco a prevalecer na supervisão e regulação financeira estaria mais voltada aos procedimentos e menos ao conteúdo substantivo do cálculo econômico dos agentes financeiros. Os problemas com assimetrias informacionais e com riscos sistêmicos são intrínsecos à atividade financeira. Contudo, diante das formidáveis dificuldades de obtenção de informações e de requisitos computacionais de cálculo, com os quais já se defrontam os próprios agentes financeiros, a superposição de cálculos substantivos pelos supervisores seria ainda menos eficaz do que o foco no monitoramento de métodos de estimativa e de gerenciamento de riscos utilizados pelas instituições, particularmente quando tal monitoramento impusesse a realização sistemática de simulação das condições de *stress* antes da materialidade das crises.

Portanto, a globalização e demais transformações financeiras recentes tiveram, como um de seus desdobramentos, a maior limitação da racionalidade regulatória, impondo-se, prosseguindo a analogia em relação a Simon, a adoção de comportamentos satisfatórios (*satisficing behavior*) por parte dos reguladores.

Referências Bibliográficas

- Akiüz, Y. (1993). Financial liberalization. UNCTAD Discussion Paper, n. 56, Genebra, março.
- Canals, J. (1997). Universal banking: international comparisons and theoretical perspectives. Oxford: Clarendon Press.
- Canuto, O. (1997). Mobilidade de capital e equilíbrio de portfólios. Economia e Sociedade, nº 9, dezembro, (p. 1-47).
- Canuto, O. & Ferreira, R.R. (1998). Assimetrias financeiras e ciclos econômicos: Stiglitz é Keynesiano?, Anais do XXVI Encontro Nacional de Economia da ANPEC, Vitória, dezembro, vol. 2.
- Dale, R. (1996). Risk and regulation in global securities markets. N. York: John Wiley & Sons.
- Freitas, M.C.P. & Cintra, M.A.M. (orgs.) (1998). Transformações institucionais dos sistemas financeiros: um estudo comparado. São Paulo: Fundap-Fapesp.
- Gonçalves, R. *et alii* (1998). A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira. Rio de Janeiro, Campus.
- Greenspan, A. (1998). The role of capital in optimal banking supervision and regulation. FRBNY Economic Policy Review, Outubro.
- Group of Thirty (1993). Derivatives: practices and principles. Global derivatives study group, N.York.
- Herring, R. e Litan, R. (1995). Financial regulation in the global economy. Washington, DC: The Brookings Institution.
- Mishkin, F. (1996). The economics of money, banking and financial markets. 5ª ed., N. York: Addison-Wesley.
- Scholtens, B. (1997). Bank- and Market-oriented financial systems: fact or fiction? BNL Quarterly Review, n. 202, setembro, (p. 301-23).
- Simon, H. (1957) Models of man, New York: Wiley.
- Simon, H. (1979) Models of thought, New Haven: Yale University Press.

RESUMO

O presente trabalho aborda os principais desafios colocados aos sistemas vigentes de supervisão e regulação financeira no contexto da acelerada transformação nas finanças nas duas últimas décadas, a saber, a securitização-cum-integração-funcional, a globalização financeira e as inovações financeiras. Como desdobramento de tais desafios, evidencia-se uma mudança tendencial no foco dos sistemas regulatórios, redirecionando-se para os mecanismos de auto-gestão de riscos pelas instituições financeiras (regulação procedimental), em detrimento da regulação direta do conteúdo de riscos em seus portfólios (regulação substantiva).