

Alberto Sanyuan Suen

Mestrando do Curso de Pós-Graduação em Administração de empresas da
FEA- USP

Herbert Kimura

Mestrando do Curso de Pós-Graduação em Estatística do IME-USP

Marcelo Imori

Mestrando do Curso de Pós-Graduação em Administração de empresas da
FEA- USP

Paulo Kenske Nonaka

Mestrando do Curso de Pós-Graduação em Administração de empresas da
FEA- USP

1. INTRODUÇÃO:

O mercado financeiro internacional tem se transformado profundamente ao longo dos últimos vinte anos, influenciado por, pelo menos, dois fatores cruciais. Em primeiro lugar, temos visto o desenvolvimento de inovações financeiras importantes, a partir do surgimento dos chamados derivativos, que têm transformado a rotina das instituições financeiras e das empresas que passaram a usar intensamente esses novos instrumentos para gestão financeira. Em segundo lugar, a globalização dos mercados e a paulatina queda das barreiras ao fluxo de capitais internacionais, primeiramente entre os chamados países desenvolvidos e, mais tarde, entre aqueles países em desenvolvimento, têm proporcionado

Essas transformações alteraram profundamente o panorama do mundo das finanças em relação ao mercado financeiro de duas décadas atrás, trazendo simultaneamente novas possibilidades de desenvolvimento, mas também um crescente potencial de crise e instabilidade financeira. As autoridades que são responsáveis pela regulamentação dos mercados financeiros enfrentam atualmente grandes desafios no sentido de definir e criar um corpo de normas regulamentares que possam permitir ao mercado, por um lado, crescer livre de amarras, mas, por outro, operar com riscos controlados, uma vez que os problemas de um participante do mercado financeiro podem se propagar rapidamente através dos canais facilmente transitáveis existentes atualmente.

Este trabalho pretende discutir as implicações de regulamentação normativa sobre o mercado financeiro, tendo em vista as recentes inovações e transformações pelas quais têm passado os mercados financeiros internacional e brasileiro.

OS ARGUMENTOS PARA A NORMATIZAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO

Após o abandono do sistema de Breton Woods de taxas de câmbio fixas, o segmento bancário vem passando por sucessivas crises. A moratória dos países da América Latina, o colapso do sistema de Savings and Loans americanos foram apenas alguns acontecimentos que alertaram os órgãos reguladores para a necessidade de controles mais rígidos sobre o mercado financeiro.

O exame da literatura sobre o tema mostra fortes argumentos para justificar a necessidade de normatizar o setor financeiro. Estes argumentos estão relacionados à necessidade de proteção do consumidor, à questão do risco moral e à questão do risco sistêmico, que serão discutidos a seguir.

2.1 Proteção do consumidor

O primeiro argumento tem sido a necessidade de proteção do consumidor e este argumento está relacionado à idéia de que os depositantes e investidores não devem ser expostos aos mesmos riscos das instituições financeiras onde depositaram e aplicaram os seus recursos, uma vez, que, individualmente, os depositantes e investidores não podem monitorar eficazmente os padrões de risco das instituições financeiras. O argumento da proteção do consumidor originou, pelo menos, três espécies de regulamentação quais sejam:

- a) criação de uma última fonte de recursos de ajuda ao sistema financeiro para a manutenção da liquidez das instituições financeiras. Em geral, esse é um dos papéis dos Bancos Centrais;
- b) os esquemas de compensação que buscam reembolsar ao público as perdas totais, ou parte

delas em caso de quebra de instituições financeiras;

- c) a regulamentação na forma de adequação de capital e outras regras relacionadas à imposição de limites operacionais visando prevenir insolvência de instituições financeiras,

2.1.1 Linha de ajuda a instituições financeiras

A forma tradicional de proteção do sistema financeiro é a existência de um órgão que, em última instância, socorre instituições financeiras em dificuldades. No caso brasileiro, o Banco Central possui uma linha de redesconto que serve de suporte ao fechamento de caixa de um banco que não tenha conseguido realizar captações no mercado suficientes para cobrir suas obrigações de curtíssimo prazo. É portanto, uma forma de conferir maior segurança ao sistema e evitar que problemas de caixa de uma instituição impliquem temor dos clientes e uma fuga maciça de capitais. Além disso, o Proer, um programa de incentivo para a reestruturação e melhoria do segmento bancário, também foi criado propiciando recursos para fusões e aquisições de instituições financeiras. É uma maneira de auxílio, às custas de contribuições dos diversos participantes do mercado, para possibilitar a transferência do controle de uma instituição. Cabe ressaltar que, em vários países, inclusive Estados Unidos, França e Japão, ocorreu processo semelhante no qual governos gastaram bilhões de dólares para reestruturar os seus sistemas financeiros.

2.1.2 Seguros bancários

A segunda forma de proteção ao consumidor é viabilizada através da formação de um seguro contra perdas, na qual os participantes do mercado financiam um fundo que, no caso de quebra de uma instituição financeira, ressarcir seus credores. Apesar de, numa primeira análise, parecer racional a criação desse seguro, a visão de que é necessário proteger o cliente enseja um raciocínio suplementar que argumenta que, se depositantes e investidores serão reembolsados pelas perdas incorridas no caso de insolvência de instituições financeiras, então, não haveria incentivos para que estes investidores escolhessem com cuidado as instituições com as quais iriam operar. Esse comportamento do investidor ou depositante poderia fazer com que instituições de alto risco atraíssem clientes na mesma medida, ou até mais, por oferecerem maiores taxas de rentabilidade esperadas do que instituições mais conservadoras, contribuindo, assim, para o incremento do risco no sistema. Afinal, aqueles que pagariam pelas perdas no mercado seriam os próprios depositantes, investidores e os contribuintes como um todo, à medida que são eles que financiam os seguros bancários.

A tabela I mostra um comparativo entre seguros de depósitos contra insolvência de bancos nos diversos países que permite concluir que alguns órgãos regulamentadores preferem garantir uma proteção aos aplicadores de recursos, principalmente visando aos pequenos e médios depositantes em instituições financeiras, mesmo podendo promover maiores aplicações em bancos expostos a maiores riscos.

Tabela 1:

País	Nível de proteção (US\$) (máximo por depositante)	Participação dos bancos
Alemanha	Até 30% do capital pelo qual o banco é responsável	Voluntário
Brasil	20000	Compulsório
Estados Unidos	100000	Compulsório
França	79000	Compulsório
Japão	93000	Voluntário
Inglaterra	31000	Compulsório

2.1.3 Limites operacionais e adequação de capitais

Através dessa regulamentação, as instituições teriam, por exemplo, a obrigatoriedade de limitar sua alavancagem financeira, uma medida do grau de utilização de capitais de terceiros em relação ao capital próprio dos acionistas. O grau de concentração em ativos de determinada natureza ou a dependência de setores ou clientes também estariam sob determinados limites. Vários países, inclusive o Brasil, adotam também limites máximos para imobilização de ativos. Com a imposição de limites de operação, os regulamentadores visam a barrar estratégias com grau especulativo elevado, embora possam estar tornando a atividade financeira menos eficiente por criar barreiras de operação.

Com o lançamento da Resolução 2099, em agosto de 94, o Banco Central do Brasil começou a seguir algumas determinações impostas pelo Acordo da Basileia, em pleno vigor na Europa e Estados Unidos desde 92, quanto às exigências de patrimônio líquido de acordo com a configuração de ativos da instituição financeira. Uma vez que esta regulamentação pondera os ativos por um determinado grau de risco e exige patrimônio líquido dos acionistas das instituições financeiras conforme risco de crédito assumido, implica também uma maior restrição dos níveis de alavancagem financeira, que gera, na visão dos regulamentadores, menores riscos.

Existe uma convicção de que essa regulamentação não só apresenta diversos problemas como também de que foi criada para socorrer os bancos americanos, na medida em que tornou bancos de outros países, principalmente os japoneses, menos competitivos por necessitarem de um aporte adicional de capital dos acionistas para se enquadrarem nos requisitos do Acordo da Basileia.

As principais críticas ao Acordo da Basileia em vigor surgem devido à arbitrariedade com que foram decididos os fatores de ponderação dos ativos, conforme seu grau de risco de crédito, ou seja, possibilidade de não-recebimento dos empréstimos concedidos. Pelo Acordo, aplicações em títulos públicos federais não estão sujeitas a riscos de crédito,

considerando, portanto, que a probabilidade de os governos federais não honrarem suas dívidas é nula. Adicionalmente, uma mesma ponderação de risco é dada para empréstimos concedidos para uma grande multinacional, quanto para uma empresa emergente em um setor altamente arriscado. Além disso, o Acordo da Basileia também só considera para as instituições financeiras o risco de crédito. Perdas provenientes de variação de condições de mercado, como por exemplo, flutuações de taxas de câmbio, de taxas de juros, de preços de commodities e títulos não são levadas em consideração. Risco de descasamento de ativos e passivos, quanto a prazo e moeda, também são desconsiderados. Esses problemas acabaram exigindo nova rodada de estudos por parte do Comitê da Basileia visando à criação de normas suplementares para melhor regulamentação.

Razão moral ou moral-hazard

O fenômeno no qual os aplicadores de recursos estariam propensos a buscar uma rentabilidade maior às custas de investimentos em instituições mais arriscadas, por terem proteção representada pelo seguro bancário, apresenta uma analogia preocupante quando se considera o lado da instituição financeira. Os administradores das instituições financeiras também estariam propensos a assumir maiores riscos em suas posições tendo em vista que, no caso de perdas, suas obrigações com seus clientes seriam bancadas pelo seguro bancário, implicando transferência de recursos de toda sociedade que contribui para a formação do fundo do seguro para os aplicadores do banco.

Nesse caso, os acionistas ou os donos da instituição financeira teriam realizado operações, colocando em risco os recursos do seguro bancário ao invés do seu próprio patrimônio. Objetivando minimizar esse tipo de comportamento, a literatura advoga a necessidade da existência de uma regulamentação que limite a exposição das instituições financeiras a riscos excessivos. Este argumento de razão moral, também chamado de moral hazard, sustenta grande parte da literatura que defende a necessidade de uma regulamentação estrita que imponha limites

operacionais e adequação de capitais para o setor de atividade de instituições financeiras.

2.3 Risco sistêmico

Numa primeira análise, a atividade bancária poderia ser considerada análoga a qualquer outra atividade com fins lucrativos. Existem, porém, peculiaridades relacionadas com o setor de instituições financeiras que implicam um tratamento diferenciado necessário em caso de crise. Em outras atividades, o mau desempenho apresentado por um participante e seu conseqüente enfraquecimento pode refletir e m benefícios para os concorrentes. Assim, por exemplo, se um determinado varejista passa por dificuldades, esse fato pode representar oportunidades de ganho de participação no mercado para os concorrentes.

No caso de bancos, caso o desempenho de um banco não seja adequado, novamente, os seus concorrentes podem conseguir aproveitar oportunidades, ganhar mercado e melhorar os seus resultados. Porém, devido à grande interdependência dos bancos, uma vez que as instituições financeiras realizam diversas operações de captação e aplicação entre si, o mau resultado de um concorrente pode impactar diretamente no seu próprio resultado. Neste caso, aplicações de recursos no banco concorrente em dificuldades podem ser perdidas implicando uma depreciação de seu próprio resultado.

Além disso, caso haja uma disseminação da imagem de que as interligações do sistema financeiro são fortes, a ponto de uma instituição em dificuldades poder propagar seus resultados por todo o sistema, os investidores e depositantes nesses bancos passarão a temer pela segurança de seus recursos. Uma atitude racional seria resgatar todo o dinheiro aplicado nos bancos para evitar perdas. Com isso haveria um resgate maciço de dinheiro, debilitando diversas instituições financeiras, podendo, inclusive, causar um colapso em todo o sistema bancário.

Um problema adicional é que a crise tende a se propagar ainda mais. Pessoas com grande parte de seu patrimônio guardado em bancos podem vir a perder tudo. Trabalhadores, aposentados, empresas com aplicações nas instituições financeiras podem ter seus recursos degradados, causando uma crise em toda a economia. As pessoas não teriam mais suas reservas de poupança para consumir, as empresas não teriam mais recursos em capital de giro, nem onde buscar recursos, ou seja, fontes de financiamento (em geral os bancos). Assim, uma crise específica do setor bancário, pode rapidamente se propagar por todo o sistema e por toda a cadeia produtiva, mergulhando um país numa grave recessão.

Pela potencial destruição que uma crise no sistema financeiro pode causar, governos, participantes do mercado e órgãos regulamentadores tentam elaborar

abordagens viáveis visando a propiciar maior proteção aos mercados financeiros.

Entre os especialistas financeiros, observa-se que o argumento para a regulamentação financeira que tem causado maior preocupação é o do risco sistêmico. O risco sistêmico é exatamente o risco de que uma ou mais instituições financeiras problemáticas possam gerar uma seqüência de colapsos que contaminem outras instituições do sistema, gerando quebras em cadeia. Com o advento da globalização dos mercados financeiros, o aumento dos fluxos internacionais de capitais e a crescente interdependência de instituições financeiras, empresas privadas e do setor público, os canais pelos quais podem propagar-se o colapso de instituições financeiras foram ampliados.

O argumento de que é necessário proteger os sistemas financeiros de um colapso que possa ser provocado pelo aumento do risco sistêmico é invocado pela maioria dos partidários de uma maior normatização nos mercados financeiros modernos, e tem sido usado como justificativa para incentivar um maior esforço, no sentido de produzir formas de coordenação, padronização e regulamentação dos mercados financeiros.

Embora a visão de que o mercado financeiro seja um bem público que precisa ser protegido seja bastante propagada, outros acadêmicos argumentam que mercados financeiros do chamado primeiro mundo, são bastante estáveis e que a única justificativa para a regulamentação estaria na necessidade de adequar capitais para diminuir as perdas potenciais ao seguro bancário.

Entretanto, se, por um lado, os mercados financeiros do chamado primeiro mundo podem ser considerados razoavelmente estáveis, os mercados dos chamados países em desenvolvimento, como o Brasil, são potencialmente instáveis. O fenômeno da globalização traz uma preocupação nova na medida em que países de alto potencial de instabilidade financeira podem gerar efeitos que contaminem até os sistemas financeiros mais estáveis do primeiro mundo. Um exemplo desse potencial processo foi a crise financeira mexicana de fins de 94 e início de 95 que apresentou um grande potencial de propagação para o sistema norte-americano, uma vez que a falta de socorro para aquele país latino-americano poderia ter produzido uma quebra em cadeia sobre os bancos americanos com forte créditos no México.

3. AS TRANSFORMAÇÕES NO MERCADO FINANCEIRO E OS DESAFIOS DA NORMATIZAÇÃO

Nos últimos vinte anos, os mercados financeiros internacionais têm sido transformados pelo processo de

globalização, pelo aumento dos fluxos internacionais de capitais, pelo conseqüente incremento da interdependência entre os mercados e pelo forte incremento da inovação na área financeira que gera, cada dia, novos produtos financeiros. O chamado mercado de ativos derivados é o melhor e mais importante exemplo desse processo de Inovação tecnológico-financeira .

Cada um desses aspectos de transformação tem trazido grandes e novos desafios, para tanto para o mercado internacional quanto para os legisladores domésticos. O processo de globalização das atividades bancárias e financeiras traz uma dimensão nova ao problema de regulamentação. A globalização nesse contexto, significa maior volume de serviços financeiros para os habitantes das mais diversas regiões do mundo, a entrada de filiais de instituições financeiras multinacionais e de subsidiárias de empresas multinacionais e a crescente interação entre bancos e empresas de investimento entre diferentes países.

A globalização traz a necessidade de integração de esforços regulatórios na medida em que riscos sistêmicos podem originar, agora, em mercados financeiros pobremente regulados, contagiando mercados em todo o mundo.

Para lidar com problemas desse tipo esforços estão sendo desenvolvidos em três grandes níveis:

- a) as próprias empresas do setor financeiro estão promovendo esforços de auto-regulação de sua atividade
- b) esforços coordenados de organizações supra-governamentais estão sendo promovidos para incentivar a busca de soluções integradas entre os diversos países,
- c) esforços legislativos domésticos estão sendo incentivados para discutir e regular a questão.

Alternativas para lidar com a questão da globalização dos mercados financeiros passam pela possibilidade de incentivar a competição regulatória entre centros financeiros, de modo que os padrões de regulamentação possam convergir para um nível internacionalmente aceito. Outra alternativa seria a aplicação da regulamentação dos países sedes, tanto para as matrizes como para as subsidiárias dos bancos.

Na questão do uso crescente de derivativos e da necessidade de controle dos seus riscos, os esforços estão sendo despendidos nos três níveis acima descritos. A constatação dos especialistas tem sido que os motivos que tornam os derivativos diferentes de outras formas de aplicações financeiras não são os tipos específicos de risco, mas a velocidade com que os riscos podem se transformar e o potencial contágio entre diferentes instituições financeiras que atuam no mercado.

4. CONCLUSÃO

O resultado observado com o uso crescente de inovações financeiras pelas empresas tem sido a perda de transparência que tem feito a gestão do risco mais difícil, tanto para o mercado (instituições e investidores ou depositantes) quanto para os normatizadores governamentais. As empresas cujas ações são negociadas no mercado americano já estão sob a mira da SEC e do FASB que estão exigindo maiores níveis de transparência das atividades, com explicações mais detalhadas sobre objetivos e valores dos instrumentos financeiros utilizados, principalmente daqueles considerados off-balance, como é o caso dos derivativos.

A tendência do mercado, tanto dos regulamentadores quanto investidores e acionistas, será, num futuro não muito distante, a exigência tanto dos relatórios usuais de resultados da empresa como também de relatórios gerenciais de riscos assumidos no período, abandonando a sistemática contábil, uma vez que, cada vez mais, o binômio risco e retorno será um critério de avaliação.

Com o crescente aumento das exigências de disclosure e da complexidade dos instrumentos utilizados, instituições financeiras têm procurado desenvolver sofisticados além de patrocinar o intercâmbio de tecnologias de controle de risco. Um exemplo desse processo é a iniciativa do banco de investimentos americano, J.P. Morgan, em colocar à disposição do mercado, gratuitamente, seu modelo de gestão de riscos chamado RiskMetrics como parte da reflexão de que é do interesse da indústria promover sua própria proteção. Assim, além de possibilitar um marketing institucional e de promover a criação de um protótipo de um possível modelo-padrão a ser utilizado globalmente, o J.P. Morgan tenta fazer com que o risco do sistema financeiro, no qual está inserido, seja reduzido através da utilização de modelos mais adequados de gestão de riscos financeiros.

Uma outra idéia que também está ganhando espaço é uma forma chamada de pre-commitment, na qual os bancos estariam livres para adotar abordagens próprias para gestão de riscos. Esses modelos seriam periodicamente comparados com os resultados reais observados. Bancos com modelos mais ajustados ao comportamento real de mercado seriam beneficiados pela exigência de menores valores de patrimônio líquido. Em contrapartida, aqueles bancos cujos modelos mostrar-se-iam inapropriados seriam penalizados através de exigências cada vez maiores de capitais.

Entretanto, as tentativas do próprio mercado em promover sua auto proteção não bastam para controlar o risco trazido pelas inovações financeiras e pela

crescente interdependência dos mercados. Esforços de coordenação e supervisão internacional no mercado financeiro representados por exemplos como o BIS, através do Comitê da Basileia e a IOSCO (International Organization of Securities Commission) têm, em seu âmbito de atuação, procurado discutir as questões relacionadas ao uso de derivativos, buscando um detalhamento maior do processo, assim como estabelecer normas sobre o monitoramento e controle do risco no uso de derivativos. Outros órgãos, como por exemplo o CAD (Capital Adequacy Directive) e o ISD (Investment Services Directive), também já prepararam regras para serem seguidas por participantes do mercado europeu, principalmente para o controle dos riscos assumidos.

O Grupo dos Trinta, já em 93, lançou um manual com princípios, normas e procedimentos para operações com derivativos, chamado *Derivatives: Practices and Principles*, onde a primeira recomendação diz respeito ao papel da alta administração no controle e avaliação de riscos. Em 94, a GAO (General Accounting Office) americana publicou um relatório *Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System* onde coloca sua visão e experiência sobre os controles necessários para a operação segura de derivativos. Mais recentemente, a consultoria Coopers & Lybrand divulgou uma série de 89 princípios, conhecidos com GARP (Generally Accepted Risk) crédito, de mercado, operacional e legal. Sobre a questão do risco, ainda, o Comitê da Basileia propõe que cada instituição ativa

em derivativos deve monitorar sua exposição ao crédito pelo menos diariamente, enquanto sugere que a busca de monitoramento em tempo real deve ser o objetivo das instituições mais ativas neste mercado. Autoridades domésticas também têm buscado promover a implementação desses acordos e recomendações internacionais internamente. Um exemplo é a publicação do livro *Risk Management of Financial Derivatives*, em 94 pelo Officer of the Comptroller of the Currency americano para uso pelo mercado ressaltando que o não atendimento das diretrizes estipuladas no livro abriria a possibilidade de intervenção na instituição por prática bancária insegura. Outro exemplo de esforço internacional de coordenação na área financeira é o lançamento de uma segunda fase do famoso Acordo da Basileia. Essa nova regulamentação do Comitê da Basileia está sendo preparada com o objetivo de impor requisitos mínimos de patrimônio líquido dos bancos, de acordo com o grau de exposição a riscos de mercado. Ou seja, através da análise de volatilidade dos fatores de risco aos quais o banco está exposto (taxa de juros, câmbio, preço), tanto dos ativos quanto dos passivos e das posições off-balance, principalmente dos derivativos, o Comitê da Basileia passará a exigir, a partir de 98, capital dos acionistas compatível com possíveis perdas que o banco possa incorrer. Essa nova regulamentação, diga-se de passagem, está promovendo uma ampla alteração nos processos tradicionais de administração de riscos em instituições financeiras, impondo técnicas sofisticadas de controles e avaliação de riscos.

Tabela 2

Banco	Perda (US\$ bilhões)	Período
Barings (Inglaterra)	1,4	95
Banco di Napoli (Itália)	2,0	95
Banco do Brasil (Brasil)	4,4	95
Crédit Lyonnais *França)	4,2	92 - 94

Fonte: The Economist e Back Office – Rersearch Dept.

Concluindo, o mercado financeiro está sob grande pressão, no sentido de maiores regulamentações, não tendo sido chegado, ainda, em nenhum consenso. Diversos estudiosos defendem também a desregulamentação financeira, isto é, uma alternativa liberal à regulamentação. A desregulamentação é sustentada pela percepção de que os próprios participantes do mercado seriam eficientes o suficiente para excluir aqueles com controles falhos, comportamento de risco inadequado ou capacidade de gestão deficiente. A tabela 2 pode sugerir um forte indício de que o mercado não é tão eficiente como se imagina. Pode-se esperar, portanto, a continuidade das discussões sobre as formas de regulamentação do setor financeiro que deverão entrar em vigor para proteção do sistema bancário global.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- Derivatives: Practices and Principles*. The group of thirty, Washington DC. Julho, 1993.
- Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System*. U.S. General Accounting Office. Washington DC. Maio, 1994.
- RiskMetrics*. JP Morgan. Nova Iorque, 1995.
- The Domino Effect: A Survey of International Banking*. The Economist. Abril, 1996.

PLEWS, T., *Coming top Terms with Europe* 1996.
Futures industry. Março, 1996.

WUNNICKLE, D. B.; Wilson D. R. Wunnicke, B.
Corporate Financial Risk Management. John
Wiley & Sons, Inc. 1992.

SINKEY, J. F. JR. *Commercial Bank Financial
Management in the Financial Services Industry*.
Macmillan Publishing Company. 1989.