

JULIO CÉSAR VEZZARO

**REGULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL:
Uma Análise em Perspectiva Histórica de sua Institucionalização**

CURITIBA
2009

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

**REGULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL:
Uma Análise em Perspectiva Histórica de sua Institucionalização**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do grau de Mestre em
Desenvolvimento Econômico da Pós-Graduação
em Economia da UFPR

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Dalto

Curitiba
2009

*Para minha esposa Ludmila Mayumi T.
Vezzaro, por todo amor, carinho e
compreensão.*

AGRADECIMENTOS

Gostaria muito de agradecer a todos os professores do departamento de Economia da Universidade Federal do Paraná que participaram de minha formação, não somente nesta atual fase, como também na fase da graduação, em especial aos professores Ramón Garcia Fernandes, Marcelo Curado, Huáscar Pessali, Fabiano Dalto, Luiz Alberto Esteves, José Gabriel Porcile Meirelles, Angela Welters e Victor Pelaez. Credito boa parte de meu reconhecimento profissional ao empenho que estes professores dedicaram à minha educação.

Um agradecimento muito especial ao professor Fabiano Dalto, pelo tempo dedicado à orientação deste trabalho. Suas contribuições foram mais que decisivas para a melhoria do conteúdo a ser apresentado nos capítulos que seguem.

Preciso agradecer aos meus colegas de Banco do Brasil, Moacir Feiten e Marcio Chiumento, pelo estímulo e compreensão para comigo nos passos mais importantes deste projeto.

Não poderia deixar de agradecer à minhas colegas de Banco do Brasil, Tânia Mara Ribas de Abreu e Paula Cristina Rodrigues, por toda a força e incentivo que me deram ao longo dos últimos meses.

Por fim, um agradecimento especial para minha família. Obrigado mãe, Angelo, Eduardo, Andréa, Jajá, Tjisae, Ricardo, Hugo, Nicolás, minhas cunhadas, meus tios e primos. Vocês são todos muito importantes para mim. Que Deus sempre os abençoe!

SUMÁRIO

LISTA DE QUADROS E TABELAS	07
RESUMO	08
ABSTRACT	09
1. INTRODUÇÃO	10
2. REGULAÇÃO FINANCEIRA EM TERMOS GERAIS	12
2.1. Mercados Financeiros Eficientes	12
2.1.1. Auto-Regulação	15
2.2. Falhas de Mercado	17
2.3. Instabilidade Financeira	20
2.4. Finalidades da Regulação Financeira	23
2.5. Considerações Finais do Capítulo	25
3. RETROSPECTO DA REGULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL	27
3.1. Primeiros Atos	27
3.2. Reformas no Sistema Financeiro Nacional	33
3.3. De Encontro às Práticas Internacionais	40
3.4. Novos Rumos	44
3.5. Influências Teóricas e Transformações no Sistema Financeiro	50
4. ATUAL ESTRUTURA DA REGULAÇÃO FINANCEIRA E SEGURANÇA NO SFN	58
4.1. Atual Estrutura de Regulação Financeira no Brasil	58
4.1.1. Conselho Monetário Nacional (CMN)	60
4.1.2. Banco Central do Brasil (Bacen)	61
4.1.3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM)	62
4.1.4. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)	63
4.1.5. Instituições Supervisoras do Mercado de Seguros, Capitalização e de Previdência Privada Aberta	64
4.1.6. Instituições Supervisoras do Mercado de Previdência Privada Fechada ...	65
4.2. Regulação Financeira e Segurança no SFN	65
4.2.1. Mercado de Crédito	66
4.2.2. Mercado de Títulos	71
5. CONCLUSÃO	75
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	79

LISTA DE QUADROS E TABELAS

QUADRO 1 – O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL APÓS AS REFORMAS DE 1964	36
TABELA 1 – TAXAS DE CRESCIMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO NO BRASIL – 1914 A 1945.	51
TABELA 2 – ATIVOS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL – 1964 A 1978	52
TABELA 3 – TAXAS DE CRESCIMENTO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO BRASIL – 1965 A 1980	52
TABELA 4 – MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL – 1980 A 1999	53
TABELA 5 – FLUXO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA NO BRASIL – 1988 A 1993	54
TABELA 6 – NÚMERO DE INSITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL – 1988 A 1998	55
TABELA 7 – INADIMPLÊNCIA MÉDIA ANUAL NO BRASIL – 2000 A 2008 ...	56
TABELA 8 – VOLUME DE CRÉDITO TOTAL E VARIAÇÃO (%) NO BRASIL – 2000 A 2008	56
QUADRO 2 – ATUAL ESTRUTURA DAS INSTITUIÇÕES SUPERVISORAS DO SFN	60
TABELA 9 – OPERAÇÕES DE CRÉDITO – PERCENTUAL DO PIB NO BRASIL – 1999 A 2008	67
TABELA 10 – TAXA DE JUROS BÁSICA DA ECONOMIA – MÉDIA ANUAL – 1999 A 2008	68
TABELA 11 – MÉDIA ANUAL SPREAD BANCÁRIO NO BRASIL – RECURSOS LIVRES – 2000 A 2008	68
TABELA 12 – CRÉDITO IMOBILIÁRIO – PERCENTUAL DO PIB – 2008	70
TABELA 13 – BRASIL – CRÉDITO IMOBILIÁRIO – PERCENTUAL DO PIB – 1999 A 2008	71
TABELA 14 – VARIAÇÃO ANUAL (%) - IBOVESPA E DOW JONES – 1997 A 2008	73

RESUMO

Devido à suas especificidades, o setor financeiro consolidou-se como um dos principais da economia Capitalista. Estas especificidades fazem com este receba atenção especial para seu funcionamento por parte de governos, a chamada regulação financeira. Dentre as correntes teóricas que trabalham com este tema estão a Hipótese dos Mercados Eficientes e duas críticas a esta teoria, que decorrem da idéia de falhas de mercado e da hipótese da instabilidade financeira. As finalidades da regulação financeira são operacionalizadas através de suas modalidades mais citadas pela literatura, a Regulação de Condutas, a Regulação Sistêmica e a Regulação Prudencial. Um breve retrospecto da regulação financeira implementada no Brasil demonstra que nas fases iniciais é possível perceber que, dentre os principais objetivos, esteve o de desenvolver os mercados financeiros, enquanto que, notadamente após a estabilização da economia, foram observadas medidas com o objetivo de corrigir possíveis falhas no funcionamento dos mercados financeiros. Em todas as fases desse retrospecto, a regulação financeira brasileira buscou unir estes objetivos com a proteção do sistema financeiro. A atual estrutura de regulação financeira brasileira é resultado de um longo período de evolução. Influências de teorias mais liberais de regulação, ou de maior desregulamentação, tem importante participação no atual arcabouço regulatório brasileiro. A influência das teorias envolvendo questões relativas à falhas de mercado também vem tendo importante participação neste atual arcabouço. É possível sugerir que a regulação financeira brasileira tenha efetiva participação na questão da segurança do Sistema Financeiro Nacional, porém, é preciso considerar que esta tarefa é facilitada no mercado de crédito, devido ao ambiente que combina altas taxas de juros básicas com elevados *spreads*.

Palavras-chave: regulação financeira, mercados financeiros eficientes, falhas de mercado, instabilidade financeira, perspectiva histórica da regulação financeira brasileira e sua institucionalização.

ABSTRACT

Financial sector has developed itself to become one of the main fields in Capitalist Economy due to its specificities. Those specificities bring special attention to its working from governmental departments. The so called financial regulatory regime. Efficient-market hypothesis is one of theoretical studies which analyse this theme as well as two critical examinations of this theory related to the idea of market failure and the financial instability hypothesis. Financial regulatory regime purposes are put into operation through those models that are the most cited by literature, the Regulation of Conduct, the Systemic Regulation and the Prudential Regulation. A brief review in financial regulation adopted by Brazil shows that in its initial stages we can perceive among main goals the development of financial markets while notably after economy became stabilized there were measures looking for correction in eventual failures at financial market working process. In every stage of this review Brazilian financial regulation tried to get together these goals with protection to the system. Brazilian present financial regulatory regime results from a long lasting evolution. Brazilian present regulatory scaffold was influenced by liberal regulatory theories and also more non regulatory. Influence from theories related to market failure plays also remarkable role in present scaffold. Is possible to suggest that Brazilian financial regulation has meaning participation in National Financial System security issue although we need consider that this task is made easier in credit market due to the environment which combines high basic interest rates with high spreads.

Key words: financial regulation, efficient financial market, market failure, financial instability, historical perspective of Brazilian financial regulation and its institutionalization.

1. INTRODUÇÃO

O papel de provedor de crédito desempenhado pelo sistema financeiro o coloca em posição estratégica para o desempenho econômico. Suas especificidades e importância, contudo, tem levado governos a se preocuparem com a regulação desse sistema. As atividades deste setor podem trazer tanto benefícios quanto malefícios para a economia como um todo. Crises bancárias podem, por exemplo, levar todo o sistema econômico a uma recessão na economia. Além disso, para citar outro exemplo, o sistema financeiro pode se aproveitar de informações privilegiadas para ter ganhos extraordinários em transações com clientes menos bem informados.

Estes efeitos ambíguos fazem com que o setor financeiro receba atenção especial por parte de governos e que estejam sujeitos à órgãos reguladores especialmente orientados para tratar com este setor. Assim, a regulação financeira denota-se como um interessante tema a ser pesquisado.

Desta forma, serão três os principais objetivos deste trabalho. Realizar uma discussão envolvendo alguns princípios teóricos que tem orientado instrumentos e políticas de regulação financeira. Realizar um retrospecto das medidas de regulação financeira adotadas no Brasil. E por fim, apresentar a atual estrutura de regulação financeira vigente no país, inclusive discutindo de que forma esta vem proporcionando segurança ao Sistema Financeiro Nacional.

Para tanto, o trabalho foi organizado em cinco capítulos, sendo esta introdução o primeiro deles.

No capítulo 2, serão discutidos alguns princípios teóricos que influenciam a elaboração de políticas de regulação financeira, bem como apresentadas as principais finalidades desta regulação, operacionalizadas através de suas modalidades mais citadas pela literatura.

No capítulo 3, será realizado um breve retrospecto histórico da regulação financeira implementada no Brasil, através da apresentação das principais medidas adotadas, para o período que compreende desde o início do século XIX até meados dos anos 2000. Argumenta-se que houve uma evolução da regulação financeira em pelos menos quatro estágios, passando de uma regulação bastante simplista para uma regulação significativamente desenvolvida. No último tópico do capítulo 3, serão discutidas as possíveis influências teóricas observadas sobre as medidas tratadas no retrospecto histórico.

No capítulo 4, será mostrada a atual estrutura de regulação financeira vigente

no Brasil. Neste capítulo também será realizada uma breve discussão à respeito da segurança proporcionada por esta ao sistema financeiro brasileiro.

Finalmente, no capítulo 5, serão descritas as principais conclusões obtidas através das discussões realizadas nos capítulos 2, 3 e 4.

2. PRINCÍPIOS TEÓRICOS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA

Este capítulo tem o objetivo de apresentar alguns dos principais conceitos teóricos que embasam a discussão sobre regulação financeira. Nos três primeiros tópicos, serão discutidos alguns princípios teóricos que influenciam a elaboração de políticas de regulação financeira. No primeiro tópico, será dado destaque para a hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes. No segundo e terceiro tópicos, são apresentadas duas críticas a esta teoria, as críticas que decorrem da idéia de falhas de mercado e as que emergem da hipótese da instabilidade financeira, respectivamente.

No quarto tópico serão discutidas as principais finalidades da regulação financeira, operacionalizadas através de suas modalidades mais citadas pela literatura: A Regulação de Condutas, a Regulação Sistêmica e a Regulação Prudencial.

2.1 MERCADOS FINANCEIROS EFICIENTES

A formulação e o desenvolvimento da Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes devem muito ao trabalho do economista Eugene Fama, publicado em 1970, intitulado “Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work”, o qual tem como principal foco o mercado de capitais. Um mercado financeiro é considerado eficiente quando apresenta as seguintes características:

- Existem participantes em número suficiente nos mercados de ativos financeiros para impedir que a decisão isolada de um deles afete os preços, ou seja, o mercado apresenta uma característica de concorrência.

- Os agentes formam expectativas racionais, isto é, utilizam todas as informações disponíveis para formar suas expectativas, baseando-se num mesmo modelo da economia, sendo que este modelo representa corretamente os fundamentos da economia. Desta forma, as expectativas expressam os possíveis resultados das decisões e a probabilidade verdadeira da ocorrência desses eventos.

- A informação é livre, portanto, todos os agentes possuem acesso às informações e ao mercado, fazendo com que suas expectativas sejam homogêneas.

- Os agentes são capazes de processar de maneira ótima todas as informações disponíveis, sendo capazes de rever suas expectativas no caso de surgirem novas informações.

- Os ativos são divisíveis e não envolvem custos de transação.

Os primeiros trabalhos utilizando-se deste referencial, em geral, foram aplicados aos mercados de capitais, porém, estes argumentos estenderam-se ao mercado financeiro como um todo, tornando-se uma importante argumentação em prol de um setor financeiro menos regulado e com menos intervenções estatais.

Obviamente, nem todas as características acima descritas são observadas concomitantemente no mercado financeiro. Ainda assim, segundo esta teoria, quanto mais próximo possível das condições perfeitas o sistema operar tanto mais eficiente será o sistema. Dessa forma, o modelo serviria como um guia para deixar o mundo real imperfeito mais próximo possível do mundo ideal perfeito.

Este referencial influenciou os termos de Regulação Financeira observados internacionalmente, a partir de meados da década de 1970, período em que mudanças ocorridas no mercado financeiro entraram em choque com o aparato regulatório e de supervisão existentes, fazendo crescer a idéia de que um setor financeiro com menor intervenção governamental, e mais liberalizado em termos de normas de funcionamento, seria mais eficiente.

A sugestão de menor intervenção governamental é sustentada pela idéia de que a regulação financeira enfrenta dificuldades, enfatizadas por uma série de aspectos indesejáveis da regulação, quais sejam (HOWELLS e BAIN 2001):

- A regulação pode fazer com que as pessoas se comportem de forma contraproducente. Por exemplo, caso haja a convicção de que o governo irá garantir a segurança dos depósitos em todas as instituições financeiras, os poupadores serão levados a depositar seu dinheiro sem dar importância ao comportamento da empresa na qual realizarão estes depósitos. Isso permite que as instituições com “atuação duvidosa” sobrevivam. Da mesma forma, por estarem convictas de que serão sempre salvas de uma possível crise, as instituições financeiras assumem riscos maiores, buscando retornos mais elevados.

- É provável que o processo normativo seja “seduzido” pelos produtores, já que as atividades das autoridades são muito mais importantes para cada um dos produtores (relativamente em pequena quantidade) do que para cada um dos consumidores (em número bem maior). Além disso, a carreira profissional das autoridades reguladoras se desenvolve, em geral, dentro do setor no qual ditam as normas, compartilhando assim os juízos e os valores dos produtores.

- A regulação pode criar custos de cumprimento das regras para os produtores. Se os produtores forem capazes de repassar esses custos para os

consumidores, os preços serão mais elevados e a produção menor, reduzindo assim a eficiência neste mercado.

- A necessidade de cumprir a regulação pode aumentar os custos de entrada e saída dos mercados, preservando assim as posições de monopólio e tornando os cartéis mais estáveis, inibindo a competição e reduzindo a eficiência na alocação dos recursos.

A sugestão de menor intervenção governamental é também ancorada na idéia de que as instituições participantes do mercado financeiro deveriam ser co-responsáveis pela segurança do sistema, passando a utilizar o conceito de padrões de adequação de capital como principal instrumento para alcançar este objetivo. Neste conceito (introduzido pelo Acordo de Basileia de 1988), os ativos das instituições financeiras são classificados e ponderados em diferentes níveis de risco, chegando-se à conclusão de quanto patrimônio líquido as instituições devem possuir, de acordo com seu portfólio de ativos.

Como os ativos das instituições financeiras são diversificados, e, portanto, apresentam riscos diferentes, a proposta iniciava por atribuir fatores de ponderação do risco (FPR) para cada modalidade de ativo (por exemplo: títulos públicos federais receberam 0% de FPR, aplicações em CDI receberam 50% de FPR e empréstimos receberam 100% de FPR). Assim, deveria ser analisada a composição dos ativos do banco, de acordo com a quantidade de cada ativo multiplicada pelos fatores de ponderação do risco. Realizando-se este procedimento, chega-se ao resultado denominado de ativo ponderado pelo risco (APR).

O cálculo do valor do ativo ponderado pelo risco é fundamental para se determinar qual será o patrimônio líquido exigível (PLE: é o valor do patrimônio líquido exigido de uma instituição financeira para lastrear seu ativo ponderado pelo risco, acrescido das exigências quanto à exposição cambial e de taxa de juros). Para se chegar ao valor do PLE, deve-se multiplicar o valor do APR pelo índice K (índice determinado pelo Acordo em 8%, porém vários países atribuíram seus próprios índices K, considerando estarem suas instituições financeiras expostas a riscos mais elevados).

Desta forma, ao determinar o valor do patrimônio líquido exigível que os bancos devem possuir, considerando a composição de seus ativos ponderados pelos diferentes riscos, o sistema bancário ganharia bastante segurança em termos de liquidez. Para CARVALHO (2005, p. 135), “deste modo, se o banco puser seu próprio capital em risco quando fizer empréstimos, expondo-se a perdas em caso de

default, é de se esperar que seja mais cauteloso em suas decisões”.

É possível sugerir que o princípio por trás do requerimento de capital próprio era a adoção do *second best*, isto é, não sendo possível a adoção de um sistema totalmente livre de regulação, o menos pior seria impor alguma forma de auto-regulação ao sistema.

O princípio dos mercados eficientes também foi usado para defender uma maior liberalização financeira. Muitos países adotam, como medida de regulação, proibições às instituições estrangeiras para operarem em seus mercados internos, acarretando a diminuição do número de participantes no mercado e fazendo com que a estrutura do mesmo se distancie da concorrência. A entrada de instituições financeiras estrangeiras em economias domésticas (em geral de países menos desenvolvidos) deveria aumentar a concorrência e a provisão de crédito com maior eficiência. Segundo VASCONCELOS (2003, p. 107), “os bancos estrangeiros ampliam o leque e a qualidade de oferta de produtos financeiros disponíveis aos agentes residentes, contribuindo para a modernização das habilidades e tecnologias usadas nos sistemas financeiros, mesmo indiretamente, uma vez que os bancos domésticos procuram emular o comportamento dos bancos estrangeiros”. Ainda segundo VASCONCELOS (2003, p. 107), “pelos canais diretos que dispõem, com agentes situados em economias fornecedoras de capitais, a presença de bancos estrangeiros tende a ampliar o acesso do país aos fluxos de capital internacional, podendo também tornar a oferta de crédito menos sensível às fases depressivas dos ciclos macroeconômicos domésticos”.

A idéia de maior liberalização financeira e de substituição de intervenção estatal por medidas próprias de diminuição de risco (como o conceito de adequação de capital), aceitam de maneira significativa às argumentações contidas na Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes, sugerindo que o mercado tenha condições de funcionar por si só, com elevado grau de eficiência. Um dos principais instrumentos a serem utilizados pelas instituições para tal, é denominado de auto-regulação.

2.1.1 Auto-Regulação

De acordo com MOREIRA (1997, p. 52), “quanto à auto-regulação, é preciso inicialmente reconhecer que ela é, de fato, regulação da atividade econômica, sendo objeto de uma imposição e não fruto de forças equilibradoras do mercado; trata-se assim, de uma regulação artificial, imposta, ainda que o seja pela própria

coletividade dos agentes regulados”. Ainda de acordo com MOREIRA (1997, p. 52), “evidencia-se com isso, o fato de ela resultar de uma organização coletiva que impõe uma ordem, um conjunto de regras ou procedimentos a seus membros”. Completa MOREIRA (1997, p. 52), “é preciso ressaltar também, o caráter extra-estatal da auto-regulação, que é desenvolvida por órgãos coletivos privados; como ocorre com a regulação estatal, a auto-regulação se corporifica em mais de uma dimensão, abrangendo uma faculdade genérica, uma faculdade de auto-execução e uma faculdade de auto-disciplina”.

A origem da auto-regulação se encontra nas necessidades naturais das instituições participantes de ordenarem as atividades de seus associados. De um modo geral, como destaca FERRARINI (1998, p. 255), “a auto-regulação envolve três tipos de normas: as que dizem respeito à organização e ao funcionamento do mercado (abrangendo regras operacionais ou de conduta profissional), as regras e procedimentos para acesso aos seus sistemas e desenvolvimento de atividades no seu âmbito, e as normas que estabelecem requisitos para a listagem de ativos para negociação naqueles sistemas”.

Desta forma, a auto-regulação representa um ponto de extrema relevância em defesa de um setor financeiro menos regulado e com menores intervenções estatais, pois, representa os esforços das próprias instituições financeiras objetivando o bom funcionamento do mercado.

Porém, mesmo diante deste interesse das instituições financeiras, é preciso considerar que as características de um Mercado Financeiro Eficiente representam hipóteses excessivamente restritivas, levando a importantes questionamentos. Por exemplo, como seriam alterados os resultados do modelo caso os agentes formassem suas expectativas num ambiente com problemas de informação? Seriam realmente benéficos, frente a esses problemas, os resultados de um sistema com menor regulação? E quanto à sugerida liberalização financeira, seria realmente positiva para a economia?

Os problemas de informação (ou assimetrias de informação como são mais conhecidos), centrais para a formulação das questões anteriores, subsidiam as críticas a Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes, realizadas pelas teorias de falhas de mercado, como veremos a seguir.

2.2 FALHAS DE MERCADO

O conceito de falhas de mercado surge como uma crítica para modelos de equilíbrio ótimo, resultante das hipóteses de mercado perfeitamente competitivos. De acordo com HOWELLS e BAIN (2001, p. 289), “as falhas de mercado surgem devido a uma série de razões – devido à presença de elementos de monopólio ou oligopólio; devido à confiança no sistema financeiro ser um benefício social que não será adequadamente valorizado por indivíduos no mercado; devido à falta de um conhecimento perfeito e assim por diante”.

As duas principais falhas de mercado apontadas pela teoria microeconômica são as assimetrias de informação e as externalidades.

Nas atividades do setor financeiro, as informações assimétricas ganham relevância, pois podem caracterizar o aumento do risco envolvido nas transações. Neste caso, os principais problemas observados são o Risco Moral e a Seleção Adversa, estando presentes, em geral, em negócios e contratos envolvendo instituições financeiras e seus clientes.

O problema denominado Seleção Adversa apresenta-se antes da transação ocorrer, sendo descrito por CARVALHO et al. (2000, p. 80), “como decorrente do fato de o banco não conseguir distinguir com precisão os bons dos maus tomadores, ou seja, um tomador de empréstimo de alto risco de um de baixo risco”. Por isso, os tomadores potenciais que normalmente produzem um resultado indesejável (com um elevado risco de crédito) são os que mais ativamente demandam crédito e são aqueles que normalmente são selecionados para receber o crédito.

O problema denominado Risco Moral, conforme descreve CARVALHO et al. (2000, p. 80), “é o caso em que a informação assimétrica causa um problema depois que a transação ocorre, e surge porque os tomadores individuais escolhem realizar projetos mais arriscados a taxas de juros maiores, diminuindo a probabilidade de que os empréstimos sejam pagos de volta”.

A existência destas assimetrias de informação altera substancialmente os resultados da Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes, pois na presença destes problemas, os agentes jamais terão condições de formar suas expectativas de maneira racional e homogênea, uma vez que as informações não são livres e nem estão disponíveis na mesma forma a todos, o que afetará de maneira significativa o comportamento dos mesmos.

Assim sendo, torna-se difícil à tarefa de mensurar os riscos envolvendo as operações de crédito das instituições financeiras, justificando a crítica de que o

padrão de adequação de capital é um instrumento demasiadamente simples, frente à complexidade de se mensurar e classificar os riscos destas instituições. De acordo com STIGLITZ (2004, p. 314), “toda a teoria da avaliação de ativos de risco baseia-se na premissa de que, para a economia como um todo, o único aspecto de risco que importa é a covariância em relação ao mercado como um todo; assim, o princípio subjacente aos padrões de adequação de capital ajustados ao risco é, fundamentalmente, falho”.

As críticas aos padrões de adequação de capital vão além, de acordo com STIGLITZ (2004, p. 287), uma vez que “não é apenas o fato de que as bases teóricas que fundamentam os padrões de adequação de capital estejam ausentes; como há, para dizer o mínimo, ajustes imperfeitos para o risco, os bancos têm um incentivo para procurar os ativos mais arriscados dentro de qualquer categoria de risco”. Este é um ponto importante na crítica a Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes, pois ao utilizar como principal instrumento de segurança o conceito de padrões de adequação de capital, as instituições financeiras acabarão incorrendo em maiores riscos.

Isto é explicado pelo fato de que os ativos que proporcionam maiores rentabilidades são os que incorrem em maiores riscos, portanto, com o intuito de obter maiores rentabilidades, os bancos são incentivados a correr mais riscos, e dada à dificuldade da correta mensuração destes, o resultado final será um portfólio de ativos mais arriscado.

Os supostos benefícios apontados pela maior liberalização financeira, expostos na seção anterior, também são alvo de crítica por parte das teorias de falhas de mercado, via problemas de informação. Conforme explica STIGLITZ (2004, p. 322), “a base de informações dos estrangeiros é com freqüência bem mais fraca, pelo menos em relação a pequenas e médias empresas domésticas, do que a dos bancos domésticos”. Na seqüência, explica STIGLITZ (2004, p. 322), “bancos estrangeiros emprestam desproporcionalmente para empresas estrangeiras, com as quais tendem a ter uma vantagem de informações”. Desta forma, os bancos estrangeiros podem adotar a mesma estratégia com as empresas nacionais, ou seja, conceder empréstimos de maneira desproporcional, porém sem ter informações suficientes, o que elevaria consideravelmente o risco das operações. Conclui STIGLITZ (2004, p. 326), “assim, não é surpreendente que os estudos empíricos confirmem uma associação entre a abertura de mercados de capitais, ou liberalização do mercado financeiro, de maneira mais geral, e uma crise posterior no

setor financeiro”.

A outra falha de mercado mencionada decorre dos problemas de externalidades. Segundo YAZBEK (2007, p. 47), “externalidade é todo efeito externo, positivo ou negativo, de uma relação produtiva, ou seja, tudo o que afeta não apenas aqueles que estavam naquela relação engajados, mas também terceiros”.

Nas atividades desenvolvidas pelo setor financeiro, são geradas inúmeras externalidades, como por exemplo, os efeitos positivos da oferta de crédito sobre o nível de atividade econômica. Por outro lado, podem ser observadas externalidades negativas, conforme afirma CANUTO (2005, p. 173), “as crises bancárias tendem a gerar maiores externalidades negativas para o resto da economia do que qualquer outro setor produtivo”. Por exemplo, o uso de recursos públicos para recapitalização de bancos em dificuldades, a diminuição de crédito ou ampliação das margens entre taxas de captação e aplicação, a intensificação dos problemas de seleção adversa e risco moral (e de suas consequências), e a fuga de capitais e subsequentes problemas de balanço de pagamentos em economias emergentes.

Desta forma, torna-se importante à ação de governos e órgãos reguladores, com o objetivo de minimizar os efeitos negativos e potencializar os efeitos positivos gerados pelas externalidades.

Portanto, as falhas de mercado sugerem normas e procedimentos de regulação mais ativos, com a crença de que, ao minimizar os efeitos destas falhas, o mercado possa funcionar de maneira mais eficiente. Para STIGLITZ (2004, p. 290), “a regulamentação, assim, deve se basear na premissa de que existe algum diferencial de informações, assim como algum diferencial de incentivos. Ou seja, embora o regulador seja menos bem informado, ele possui alguns incentivos para corrigir (ainda que parcialmente) algumas discrepâncias entre os retornos social e privado”.

Ainda para STIGLITZ (2004, p. 291), “dado que o regulador detém informação imperfeita, e só pode controlar o banco indiretamente, a teoria da regulamentação bancária é um problema clássico de agente-principal: o regulador (o principal) tenta controlar ou afetar o comportamento do banco (o agente), para fazer o banco agir mais de acordo com os objetivos sociais”.

A justificativa para estas práticas é dada por STIGLITZ (2004, p. 288), “os sistemas bancários têm falhado repetidamente; essas falhas impuseram grandes custos à sociedade, tanto pelas perturbações macroeconômicas a que elas dão origem, como pelos pacotes de socorro à custa de dinheiro público que quase

inevitavelmente se seguem”. Ainda segundo STIGLITZ (2004, p. 288), “as práticas de empréstimos ruins estão na raiz dessas falhas, quer elas derivem de comportamentos aparentemente bem intencionados, de estruturas de incentivo que promovam uma exposição excessiva ao risco ou de comportamentos aparentemente fraudulentos”.

Conforme demonstrado ao longo deste tópico, as questões tratadas pelas teorias de falhas de mercado concentram suas críticas à Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes nos problemas de informação, que resultam em alterações quanto à formação das expectativas dos agentes. Será apresentada a seguir, uma outra importante teoria na crítica a Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes, a Hipótese da Instabilidade Financeira, que também questiona a formação das expectativas dos agentes, porém, utilizando para tanto, o conceito da incerteza.

2.3 INSTABILIDADE FINANCEIRA

A Hipótese da Instabilidade Financeira foi desenvolvida pelo economista Hyman Philip Minsky, e trata da atividade do setor financeiro dentro do sistema capitalista, partindo de uma perspectiva bastante distinta se comparada à Hipótese dos Mercados Eficientes. Segundo MINSKY (1986, p. 172), “uma economia capitalista é naturalmente instável e sujeita a crises de grandes proporções, não em razão a choques exógenos (guerras, choques de oferta, etc), mas sim por mecanismo endógeno ao sistema econômico, o processo permissivo de concessão de crédito do sistema bancário”.

Portanto, na visão de Minsky, a instabilidade é causada pelo próprio funcionamento do sistema financeiro. A questão da formação das expectativas por parte dos agentes é relevante para esta hipótese, não somente pela constatação de que existem problemas de informação, mas principalmente pela consideração de que os agentes formam suas expectativas num ambiente de absoluta incerteza quanto ao futuro. Portanto, esta incerteza faz com que as expectativas tenham importante participação na questão da instabilidade.

Em um de seus últimos trabalhos, intitulado “Integração Financeira e Política Monetária”, Minsky resumiu as características da Hipótese da Instabilidade Financeira da seguinte forma:

- Uma economia capitalista, que apresente um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução alterna períodos de comportamento estável com

períodos turbulentos.

- Estes tipos de comportamento são endógenos à economia capitalista, pois decorrem da busca dos interesses próprios de cada agente, e podem ser gerados mesmo a partir de situações estáveis.

- Os períodos turbulentos podem, segundo o autor, assumir a forma de inflações e bolhas especulativas interativas ou profundas deflações de débitos inter-relacionadas, entre outras.

- Na medida em que, estas turbulências se estabelecem, vão adquirindo movimento próprio; porém, tal comportamento cedo ou tarde tenderá a ser revertido, seja por restrições colocadas por instituições e suas rotinas, por intervenções de políticas que afetem a estrutura institucional ou até mesmo por propriedades de auto-organização dos mercados; surgiriam, então, condições propícias à emergência de um novo regime de estabilidade.

- É provável que o novo regime de estabilidade se caracterize por baixo nível de atividade econômica.

- Porém, a busca do interesse próprio por parte dos agentes acabará por gerar um novo ciclo expansivo, acarretando o surgimento de uma nova onda especulativa; com o passar do tempo, novos regimes de expansões inconsistentes e contrações desastrosas se sucederão.

A relevância da concessão do crédito bancário na formulação da Hipótese da Instabilidade Financeira está ligada aos riscos decorrentes do financiamento dos investimentos em bens de capital, determinante para a definição do volume de investimentos e a estabilidade do sistema capitalista. O processo de instabilidade endógena na economia é explicado em função das distintas posturas financeiras dos agentes tomadores de crédito para a realização de projetos de investimentos (relação entre as rendas futuras esperadas com a realização destes investimentos e seus compromissos de pagamento de dívidas referente aos mesmos). A primeira postura é denominada de *Hedge* (os agentes enquadrados nesta postura possuem renda suficiente para honrar seus compromissos, tanto o principal quanto aos juros dos financiamentos). A segunda postura é denominada de *Speculative* (os agentes enquadrados nesta postura não possuem renda suficiente para honrar integralmente seus compromissos financeiros, sendo capazes, por vezes, de honrar apenas o principal). Por fim, a terceira postura é denominada de *Ponzi* (os agentes enquadrados nesta postura não possuem renda para honrar nem sequer com o principal de seus compromissos financeiros).

Quanto mais arriscada for a postura dos agentes (em busca de projetos que lhes proporcionem maiores rentabilidades), e quanto maior for a proporção de agentes com esta postura frente ao total de agentes, maior será a instabilidade e a chance de ocorrência de crises financeiras. Esta maior proporção de agentes com posturas de maior risco (denominados *Ponzi*), faz crescer também os riscos incorridos pelo sistema bancário (devido ao aumento do risco de inadimplência).

Uma situação destas agravaria ainda mais a fragilidade do sistema bancário, já caracterizado pelo descasamento da liquidez entre seus ativos (em geral exigíveis a longo prazo) e seus passivos (em geral exigíveis a curto prazo), aumentando assim o risco de insolvência. Desta forma, o setor Financeiro estaria sujeito a um risco sistêmico, assim chamado, pois não se deriva das propriedades intrínsecas de risco dos portfólios individuais dos bancos, mas sim de condições que não ocorreriam em situações normais de funcionamento do sistema. Ou seja, este risco sistêmico não está simplesmente relacionado à escolha por parte dos bancos dos ativos que vão compor seus portfólios, mas sim das condições anormais de funcionamento do sistema naquele momento.

A insolvência de um banco poderia se propagar as demais instituições do sistema bancário, através do fenômeno denominado de contágio. De acordo com CANUTO (1999, p. 11), “o problema é grave quando há sua transmissibilidade sistêmica, via contágio de escassez de liquidez entre os mercados de ativos (...) choques isolados podem ocasionar ondas de choque de desaparecimento imediato de liquidez por sobre outros mercados e instituições financeiras”.

Numa situação destas, a economia como um todo seria prejudicada, pois, de acordo com CARVALHO (2005, p. 123), “economias podem seguir funcionando quando praticamente qualquer um dentre todos os outros setores sofrer um colapso, mas dificilmente seguirão se o setor atingido for o setor financeiro, em outras palavras, uma crise no setor bancário fatalmente se transmitirá ao resto da economia, arrastando-a consigo para a crise”.

Uma das importantes contribuições deste trabalho de Minsky é a análise institucional dos bancos e sua relevância para a economia, que dada à natureza instável do sistema por ele descrito, se torna determinante para a ocorrência de momentos de expansão e recessão econômica.

Esta instabilidade do sistema, causada pelo dinamismo do mercado financeiro, é potencializada pelas inovações criadas pelas instituições financeiras. Estas inovações financeiras são adotadas pelas instituições com o intuito de

escaparem das regulações e, principalmente, ampliarem seus lucros.

Desta forma, é possível concluir que a hipótese da instabilidade financeira sugere que o sistema financeiro deve estar sujeito a maiores intervenções em termos de regulação, porém, é preciso destacar que, devido à dinâmica do mercado, esta maior regulação deve se renovar constantemente, num processo permanente de revisão.

2.4 FINALIDADES DA REGULAÇÃO FINANCEIRA

Considerando as argumentações das teorias de falhas de mercado e da hipótese da Instabilidade Financeira, em prol de um setor financeiro sujeito a maior regulação, discutiremos neste tópico as finalidades desta regulação.

Inicialmente, pode-se considerar que a regulação financeira cumpre as mesmas finalidades da regulação de outras atividades econômicas. De acordo com MOREIRA (1997, p. 36), “o conceito de regulação deve abranger todas as medidas de condicionamento da atividade econômica (...) na regulação haverá assim que distinguir os instrumentos de regulação normativa (lei ou outro instrumento) e as medidas administrativas (concertação convencional, polícia administrativa, subsídios e outros incentivos, medidas de política financeira e monetária etc.)”. Ainda de acordo com MOREIRA (1997, p. 36), “o essencial do conceito de regulação é o de alterar o comportamento dos agentes econômicos (produtores, distribuidores, consumidores), em relação ao que eles teriam se não houvesse regulação, isto é, se houvesse apenas as regras de mercado”.

Porém, assim como em outros mercados, as atividades do setor financeiro se mostram repletas de especificidades, fazendo com que a Regulação Financeira também apresente especificidades, resultando em diferentes tipologias de regulação, com diferentes finalidades.

A primeira questão a considerar refere-se à regulação de condutas. Segundo YAZBEK (2007, p. 190), “a regulação de condutas é aquela que estabelece obrigações ou procedimentos para os agentes nas suas relações concretas, outorgando proteção aos diferentes tipos de clientes (conforme o grau de especialização destes) ou de contrapartes das instituições. De acordo com KONDGEN (1998, p. 127), “em tal modalidade são adotados, predominantemente, regimes prescritivos, autorizando ou proibindo determinadas práticas ou determinando procedimentos”.

Essas prescrições, previstas na regulação de condutas, podem abranger um amplo leque de atividades, indo desde a oferta de produtos financeiros, até o estabelecimento de obrigações de informar, de adotar condutas padronizadas, de manter estruturas de atendimento etc. Através da regulação de condutas, os órgãos reguladores esperam poder intervir nas relações individuais entre os agentes envolvidos nas transações, objetivando o aumento do volume de crédito disponível, com responsabilidade quanto aos riscos envolvidos.

Um possível resultado da prática da regulação de condutas é o aumento do retorno social das atividades desenvolvidas pelo setor financeiro, através do direcionamento de crédito para determinados nichos da população, que não seriam objetos da oferta de crédito na ausência da regulação.

A segunda questão a considerar refere-se à regulação sistêmica, que de acordo com YAZBEK (2007, p. 190), “é voltada para a proteção do sistema financeiro como um todo e, de forma reflexa, para a proteção das atividades não-financeiras dele dependentes, adotando mecanismos de conformação do mercado”. Desta forma, a regulação sistêmica envolve a criação de “redes de proteção” ou mecanismos de “blindagem” com o intuito de administrar crises ou resolver problemas. Deve ser abrangido o estabelecimento de regimes especiais de quebra, a criação de mecanismos de seguro de depósitos, as atividades de provedor de liquidez, a organização do sistema de pagamentos, entre outros.

A principal finalidade da regulação sistêmica é a manutenção da estabilidade financeira, considerando serem bastante adversos, em termos de flutuações no nível da atividade econômica, uma crise propagada pelo setor financeiro.

A criação destes mecanismos de proteção sistêmica pode estimular as instituições do mercado financeiro a assumir maiores riscos, ou reduzir seus próprios mecanismos internos de controle. Para evitar este efeito e assegurar a confiabilidade do sistema, cresce a tendência de se adotarem medidas de regulação prudencial.

A regulação prudencial, de acordo com YAZBEK (2007, p. 190), “se corporifica na criação de regras, padrões e procedimentos, ditos prudenciais, assim como no estabelecimento de estruturas de fiscalização e de supervisão das atividades desses intermediários, abrangendo a autorização para a prática de certos atos, o estabelecimento de limites, a obrigação de envio de informações e outras medidas”. O regime de regulação prudencial se difere do regime de regulação de condutas, pois está mais focado na adoção de políticas sadias de gestão das atividades financeiras e de organização da empresa.

Ainda quanto à regulação prudencial, explica FREITAS (2005, p. 33), “envolve dois aspectos centrais, um de prevenção e outro de proteção; a prevenção visa impedir a ocorrência de crise de confiança que contamine o sistema produtivo (...) os instrumentos de proteção devem ressarcir os interesses lesados e fornecer uma salvaguarda ao sistema quando a prevenção falhar ou não for suficiente”.

Conforme expõe YAZBEK (2007, p. 191), “pode-se afirmar que, se a regulação sistêmica trata da dimensão global e a regulação de condutas trata das relações individuais concretas, a regulação prudencial diz respeito às estruturas empresarias em si”. Neste sentido, a regulação prudencial cria mecanismos de envio compulsório, centralização e verificação de informações, e, ao estabelecer regras de acesso ao mercado, baseadas na adequação daquelas informações e da estrutura das instituições, permite a redução das assimetrias de informação e dos custos de transação para os terceiros que contratam com as instituições financeiras.

2.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

Nos três primeiros tópicos deste capítulo, foram discutidos alguns princípios teóricos que, em maior ou menor grau, influenciam a elaboração de políticas de regulação financeira. Observamos que existem diferenças entre as teorias apresentadas, culminando em sugestões distintas quanto aos meios e a intensidade das medidas a serem adotadas. Os argumentos das referidas teorias impossibilitam uma conclusão simplista e definitiva quanto à eficiência de uma regulação mais liberal em relação a uma regulação de maior intervenção, e vice-versa.

Porém, as considerações finais deste capítulo podem sugerir que, mesmo a regulação financeira enfrentando muitos desafios, as especificidades do funcionamento do setor financeiro, bem como seus efeitos ambíguos sobre o desempenho de uma economia, devem ser consideradas contra a completa desregulamentação do setor. Nas palavras de HOWELLS e BAIN (2001, p. 292), “os mercados financeiros são de grande importância para a economia como um todo e para um grande número de consumidores isolados. As visões a respeito de sua regulação não podem de forma satisfatória ser derivadas do tratamento dos mercados não-financeiros”.

As teorias apresentadas ao longo deste capítulo irão subsidiar grande parte das discussões a serem realizadas ao longo do trabalho, como no capítulo 3 a seguir, no qual serão apresentadas, de forma cronológica, as principais medidas de

regulação financeira adotadas no Brasil.

3. RETROSPECTO DA REGULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL

No capítulo anterior, foram apresentadas várias abordagens teóricas em relação à regulação financeira numa economia capitalista. Observou-se que, a depender da abordagem assumida, as características da regulação ganham contornos diferentes em relação aos aspectos de segurança e eficiência a que pretendem atingir. Assim, é possível argumentar que o arcabouço regulatório do sistema financeiro é um instrumento de política econômica, e como tal, pode ser implementado com variados objetivos, a depender das abordagens prevaletentes.

Este capítulo traz um breve retrospecto da regulação financeira implementada no Brasil, através da apresentação, de forma cronológica, das principais medidas adotadas.

No primeiro tópico, serão apresentados os primeiros atos de regulação

financeira implementados no Brasil, abrangendo um período que compreende desde o início do século XIX, até meados da década de 1960.

No segundo tópico, serão descritas as medidas adotadas a partir de 1964, que promoveram uma verdadeira reforma no Sistema Financeiro Nacional, e criaram boa parte da estrutura de regulação financeira ainda vigente no país.

No terceiro tópico, serão abordadas as medidas tomadas ao longo da década de 1980, incluindo o período em que iniciou-se a adoção de práticas internacionais de regulação, bem como a maior abertura do mercado financeiro nacional para estrangeiros.

No quarto tópico, serão discutidas as medidas adotadas já no período pós-estabilização da economia, num ambiente bastante diferente do até então vivenciado pela regulação financeira brasileira.

Por fim, no quinto tópico, serão discutidas possíveis influências das teorias expostas no capítulo anterior quanto à evolução da regulação financeira no país, bem como a apresentação de dados que sugerem transformações no sistema financeiro brasileiro após a adoção de algumas das medidas descritas a seguir.

3.1. PRIMEIROS ATOS

Neste tópico inicial, serão descritos os primeiros atos de regulação financeira adotados no Brasil, no período que abrange desde o início do século XIX (mais precisamente a partir da chegada da família real portuguesa ao país, em 1808) até meados da década de 1960. Apesar de tratar-se de um longo período de tempo, o nível de desenvolvimento do sistema financeiro de então, possibilita a análise em um único tópico. Após a descrição dos principais atos, será realizada uma breve discussão quanto às finalidades, em termos da regulação financeira, das medidas adotadas.

De acordo com YAZBEK (2007, p. 255), “é apenas quando da vinda da família real portuguesa para o Brasil que se inicia o desenvolvimento das estruturas financeiras locais”. Data de 1808 a criação da primeira seguradora do país, bem como a criação do primeiro Banco do Brasil. Ainda de acordo com YAZBEK (2007, p. 256), “a partir de então e até a proclamação da República, foram criadas outras instituições, surgindo o primeiro arcabouço legal para as atividades bancárias, o código comercial de 1850, que dedicava dois artigos a matéria”.

O conteúdo dos referidos artigos demonstra a simplicidade da regulação

financeira de então, que acompanhava o nível de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro da época. O artigo 119 determinava: “São considerados banqueiros os comerciantes que têm por profissão habitual do seu comércio as operações chamadas de Banco”. E o artigo 120 determinava: “As operações de Bancos serão decididas e julgadas pelas regras gerais dos contratos estabelecidos neste Código, que forem aplicáveis segundo a natureza de cada uma das transações que se operarem”.

Diante de uma regulação financeira tão branda, muitas instituições eram autorizadas a emitir títulos que funcionavam como meio de pagamento. Estas emissões realizadas quase que sem controle por parte do governo, levaram a problemas diversos, o que resultou, em 1860, na promulgação da chamada Lei dos Entraves, uma medida para enfrentar a situação colocada, que determinou regras bastante restritivas quanto às emissões de títulos.

A Lei dos Entraves resultou na redução da liquidez da economia, o que, segundo YAZBEK (2007, p. 256), “foi, em parte, responsável pela quebra da casa bancária Antônio José Alves Souto & Cia, em 1864, a primeira verdadeira crise bancária ocorrida no país. Esta quebra demandou a tomada de medidas excepcionais e levou a promulgação das primeiras regras específicas para a quebra de instituições bancárias”.

Para superar a escassez de moeda, em 1890, o governo propôs uma série de medidas que ficaram conhecidas como “Encilhamento”. Além de aumentar a liquidez, estas tinham por objetivo desenvolver o mercado de capitais brasileiro, apoiando com medidas legais a emergência de sociedades por ações (lançando assim as bases para uma política industrial nacional).

Neste período, aumentaram significativamente os bancos emissores, bem como foram abertas várias linhas de crédito para investimentos produtivos e em bolsas de valores. De acordo com GOLDSMITH (1986, p. 106), “três características do Encilhamento nos parecem fora de qualquer dúvida: (1) um surto sem precedentes da formação de novas empresas (...) que conheceram em sua maioria uma rápida falência; (2) um aumento considerável, embora irregular, dos preços das ações logo seguido de um declínio equivalente; e (3) um rápido e brusco aumento no volume de transações na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro”. As emissões realizadas quase que livremente, causaram um dos mais importantes surtos inflacionários do país, e ao invés de financiar a indústria e o desenvolvimento, acabaram por estimular a especulação financeira na bolsa de valores.

O governo respondeu àquela situação recolhendo moeda em circulação e novamente determinando regras bastante restritivas quanto às emissões de títulos. No decorrer dos anos seguintes, os problemas originados pelo “Encilhamento” foram aos poucos arrefecendo.

O sistema financeiro brasileiro viria a apresentar problemas quanto a oferta de crédito, gerados pela adoção de políticas monetárias restritivas nos dois principais centros financeiros internacionais (em resposta à persistência de fortes pressões inflacionárias após o fim da Primeira Guerra Mundial). O setor da cafeicultura, bem como todo o setor privado industrial, passam a sentir o aperto de liquidez.

Com o intuito de solucionar estes problemas, o governo brasileiro aprova, em 1920, um projeto de lei autorizando pequena emissão de notas do Tesouro (para alívio emergencial de liquidez) e a criação da Carteira de Redesconto do Banco do Brasil.

A importância deste fato é descrita por FRITSCH (1990, p. 48), “ao atender aos reclamos imediatos do setor privado e à antiga reivindicação de criação de um prestador automático de última instância o governo federal conseguiu (...), ainda que de forma reconhecidamente provisória e incompleta, um instrumento considerado fundamental para maior estabilidade do sistema bancário”.

Naquele mesmo ano, foi criada a Inspeção Geral dos Bancos, para desempenhar a tarefa de fiscalizar os bancos e as casas bancárias, sendo a mais importante instituição com este objetivo criada até então.

No ano seguinte, foi instalada a Câmara de Compensação do Rio de Janeiro, que promoveu uma maior integração entre as instituições financeiras, uma vez que proporcionou maior agilidade nas transações envolvendo diferentes bancos (a Câmara de Compensação de São Paulo viria a ser instalada em 1932).

As medidas adotadas a partir de 1920 acima descritas, tinham por objetivos disciplinar, integrar e ampliar as margens de segurança da intermediação financeira no país. Com isso, tornou-se mais propício o desenvolvimento das instituições financeiras.

Segundo LOPES & ROSSETTI (1998, p. 423), “durante os anos de 1914 a 1945, as instituições de intermediação financeira no país desenvolveram-se com relativa segurança, ampliando o seu raio de ação e dando sustentação às mudanças que se operaram na estrutura de produção do país”.

Uma medida do quanto cresceu a importância do setor bancário neste período é a grande evolução da participação dos depósitos à vista no total do

estoque de moeda. No início do período em questão, os depósitos à vista representavam 36,8% do total do estoque de moeda. A partir do final da década de 1920, esta taxa já era de 61,6%, e, em 1945, alcançou 65% (Peláez-Suzigan, História Monetária do Brasil).

Após a Segunda Guerra Mundial, a estrutura de intermediação financeira brasileira passaria por importantes transformações, caracterizadas, principalmente, pelo surgimento de novas instituições.

Segundo VIANNA E VILLELA (2005, p. 21), “as sucessivas crises de balanço de pagamentos por que passaria o Brasil nos primeiros anos do pós-Guerra acarretaram o abandono do modelo liberal e deram lugar a um modelo de desenvolvimento industrial com crescente participação do Estado, tendo como principais características a adoção de controles cambiais e de importações e a criação de um aparato regulatório em diversas áreas do domínio econômico”.

Assim, em 1945, foi criada pelo Decreto Lei nº 7.293, a Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), que tinha como atribuições a supervisão e a coordenação das políticas monetária e bancária, ou seja, tratava-se de um verdadeiro embrião de um banco central, repartindo funções com o Tesouro Nacional e o Banco do Brasil. A SUMOC desempenhava uma função de extrema importância quanto a regulação financeira, por tratar-se de um órgão normativo, de assessoria, controle e fiscalização do sistema de intermediação financeira.

Por outro lado, as funções executivas de “banco dos bancos”, “agente financeiro do governo”, “depositário das reservas internacionais” e “emprestador de última instância” continuavam sob responsabilidade do Banco do Brasil. Desta forma, segundo LOPES & ROSSETTI (1998, p. 431), “ficando à margem do processo de execução da política monetária, a SUMOC não atuou como um verdadeiro banco central. E mesmo suas funções de controle e fiscalização foram mutiladas, sendo o órgão incapaz, inclusive por falta de bases legais, de impor maior disciplina às operações bancárias e maiores penalidades às instituições faltosas”.

Apesar disto, o resultado obtido quanto ao crescimento e desenvolvimento do sistema de intermediação financeira do país após sua criação foi bastante expressivo. Ocorreu, de acordo com LOPES & ROSSETTI (1998, p. 426), “a consolidação e penetração no espaço geográfico da rede de intermediação financeira de curto e médio prazos, com a conseqüente expansão, a taxas anuais elevadas, do número de agências bancárias nas diferentes regiões geoeconômicas do país”.

Observou-se, também de acordo com LOPES & ROSSETTI (1998, p. 426), “o desenvolvimento espontâneo de companhias de crédito, financiamento e investimento, para captação e aplicação de recursos em prazos compatíveis com a crescente demanda de crédito a médio e longo prazos, exercida por empresas e consumidores, em decorrência da implantação de novos setores industriais no país, produtores de bens de capital e de consumo de uso durável”.

Outras instituições surgidas neste período também colaboraram para que estes resultados tenham sido observados. Com o intuito de reduzir as desigualdades regionais, foram criadas pelo governo, instituições financeiras de apoio a regiões carentes, dentre elas o Banco de Crédito da Amazônia (em 1950), o Banco do Nordeste do Brasil (em 1952), e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (em 1961).

Também em 1952, foi criado pela Lei nº 1.628, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE). A idéia básica era a criação de uma instituição financeira governamental de fomento, para a centralização e canalização de recursos de longo prazo, essencialmente destinados à implantação de setores básicos de infra-estrutura.

O surgimento destas novas estruturas financeiras citadas acima, reforça a idéia da implementação de um padrão desenvolvimentista adotado pelo governo brasileiro, evidenciando a estratégia da ampliação do mercado financeiro nacional.

Uma análise das medidas descritas ao longo deste primeiro tópico, de acordo com a discussão sobre as finalidades da regulação financeira realizada no capítulo anterior, pode sugerir algumas conclusões.

Os artigos 119 e 120, do código comercial de 1850, demonstram a simplicidade da regulação financeira de então, porém, já distinguindo a natureza da atividade bancária das demais. Quanto a Lei dos Entraves, foi possível observar a finalidade de regulação de condutas, ao determinar o governo um regime prescritivo, determinando regras para a emissão de títulos.

Conforme descrito, uma das consequências da Lei dos Entraves foi a redução da liquidez da economia, que teria sido, em parte, responsável pela primeira verdadeira crise bancária do país, o que levou a promulgação das primeiras regras específicas para a quebra de instituições bancárias, ou seja, as primeiras medidas com a finalidade de regulação sistêmica.

A série de medidas, que ficaram conhecidas como “Encilhamento”, marcam a primeira tentativa do governo brasileiro em utilizar a regulação financeira com o

objetivo de desenvolver determinado segmento do sistema financeiro (no caso em questão, o mercado de capitais, acreditando estar lançando as bases para uma política industrial nacional).

A criação da Carteira de Redesconto do Banco do Brasil representou uma das mais importantes medidas de regulação financeira até então adotadas, pois caracterizava a figura do prestador automático de última instância, garantindo a maior estabilidade do sistema bancário, o que permite concluir que esta foi a principal medida com a finalidade de regulação sistêmica adotada até então.

Por outro lado, a Inspeção Geral dos Bancos também representou uma importante medida, no sentido de fiscalizar as atividades dos bancos, com a finalidade de reforçar a regulação de condutas.

Por ter se tratado de um verdadeiro embrião de um banco central (criado para ser um órgão normativo, de assessoria, controle e fiscalização do sistema de intermediação financeira), a SUMOC foi a principal instituição de regulação financeira surgida no período considerado por este primeiro tópico. Conforme descrito, o fato de ter repartido funções com o Tesouro Nacional e com o Banco do Brasil, colocou a instituição à margem do processo de execução da política monetária, fazendo com que suas funções de controle e fiscalização fossem limitadas (inclusive por falta de bases legais). Ou seja, apesar de ter sido a principal instituição de regulação financeira surgida no referido período, ainda estava longe de ser uma instituição normatizadora ideal, demonstrando que o arcabouço regulatório brasileiro encontrava-se numa fase ainda gestante.

As instituições financeiras criadas, a partir de 1950, com intuito de reduzir as desigualdades regionais e canalizar recursos de longo prazo (com destaque para o BNDE), favoreceram o rápido crescimento da rede de intermediação financeira no país, caracterizando mais uma vez, a utilização por parte do governo, de medidas com a finalidade de desenvolver o mercado financeiro.

Porém, o grau de desenvolvimento do sistema financeiro brasileiro encontrava-se aquém das necessidades de financiamento do país. Segundo HERMANN (2005, p. 75), “até meados da década de 1960, o sistema financeiro brasileiro constituía-se, basicamente, de quatro tipos de instituições: bancos comerciais privados e financeiras, que atuavam na provisão de capital de giro para as empresas, caixas econômicas federais e estaduais, atuando no crédito imobiliário; e bancos públicos (Banco do Brasil e BNDE), únicos que atuavam na intermediação a prazos mais longos. Instituições não-bancárias, embora existissem,

tinham papel secundário”.

Isto viria a motivar uma série de reformas no Sistema Financeiro Nacional, conforme será discutido no próximo tópico.

3.2. REFORMAS NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Neste segundo tópico, serão descritas as medidas de regulação financeira adotadas no Brasil, no período que abrange desde o ano de 1964, até o final da década de 1970. Neste período, o Sistema Financeiro Nacional passou por uma verdadeira reforma, tendo sido criada boa parte da estrutura de regulação financeira ainda vigente no país. Assim como no tópico anterior, após a descrição dos principais fatos ocorridos, será realizada uma breve discussão quanto às finalidades, em termos da regulação financeira, das medidas adotadas.

De acordo com HERMANN (2005, p. 70), “o período de 1964 a 1967 caracterizou-se como uma fase de ajuste conjuntural e estrutural da economia, visando o enfrentamento do processo inflacionário, do desequilíbrio externo e do quadro de estagnação econômica do início do período”.

Ainda de acordo com HERMANN (2005, P. 70), “os anos de 1964 a 1967 foram marcados pela implementação de um plano de estabilização de preços de inspiração ortodoxa – o Plano de Ação Econômica do Governo (Paeg) – e de importantes reformas estruturais – do sistema financeiro, da estrutura tributária e do mercado de trabalho”.

Esta reforma estrutural do sistema financeiro, marca este período como um divisor de águas da Regulação Financeira brasileira, pois, a partir deste ponto, deu-se início a modernização das estruturas de regulação e supervisão do país, modernização esta promovida através do surgimento de novas instituições.

Parte das reformas a serem implementadas, estava baseada na premissa de que o sistema financeiro apresentava duas dimensões a serem desenvolvidas, uma “vertical” conhecida como “aprofundamento” (*financial deepening*) e a outra “horizontal”, de “alargamento” (*financial broadening*), o que, resumidamente, representavam um aumento no número dos ativos financeiros e um aumento no número de instituições operando e das modalidades operacionais ofertadas à negociação, respectivamente.

As novas medidas a serem adotadas, deveriam servir de suporte ao modelo que se pretendia implantar, com a criação de incentivos à formação de poupança e

sua canalização para as atividades produtivas, como também, implantar um regime de especialização com a conseqüente distribuição de funções. De acordo com YAZBEK (2007, p. 261), “por este modelo procurava-se atender a algumas necessidades concretas de uma economia que demandava novos instrumentos de financiamento, estando até então atrelada, no mais das vezes e por força do pouco refinamento do mercado e das altas taxas de inflação, ao financiamento bancário de curto prazo”.

Para LOPES & ROSSETTI (1998, p. 431), “a principal fase da evolução da intermediação financeira no Brasil inicia-se no biênio 1964-65, com a promulgação de três leis que introduziram profundas alterações na estrutura do sistema financeiro nacional”. Tratam-se das Leis n° 4.380/1964, que criou o Banco Nacional de Habitação e institucionalizou o Sistema Financeiro da Habitação; Lei n° 4.595/1964, que criou o Banco Central do Brasil (Bacen) e o Conselho Monetário Nacional (CMN); e a Lei n° 4.728/1965, que disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para seu desenvolvimento.

Também para LOPES & ROSSETTI (1998, p. 431), “a Lei n° 4.595/1964 foi a base de uma verdadeira reforma bancária, reestruturando o Sistema Financeiro Nacional, definindo as características e as áreas específicas de atuação das instituições financeiras”.

De acordo com GREMAUD et. al. (2002, p. 394), “com essa lei procurava-se criar condições para que a política monetária fosse conduzida de forma independente. O CMN substituiu o conselho da Sumoc e passou a ser o órgão normativo da política monetária, com função de definir as regras e as metas a serem atingidas”.

Ainda de acordo com GREMAUD et al. (2002, p. 394), “O Bacen foi criado (assumindo a antiga Carteira de Câmbio e Redesconto do Banco do Brasil e o serviço de Meio Circulante do Tesouro Nacional) para ser o agente executor da política monetária. Além disso, ele também seria o agente fiscalizador e controlador do sistema financeiro”.

A criação do Bacen em 1964, marca um salto evolucionário do sistema de regulação financeira arcaico de até então, para um sistema muito mais avançado que se pretendia estabelecer, e que dá início a estrutura de regulação financeira que observamos ser desenvolvida ao longo dos anos seguintes.

A reorganização do sistema bancário, bem como a criação de seus órgãos de gestão, promovidos pela reforma estrutural do sistema financeiro de 1964, não foram

suficientes para encerrar a tarefa de reformular todo o sistema financeiro. Conforme explica YAZBEK (2007, p. 261), “o desenvolvimento de estruturas de financiamento para as atividades empresariais demandava mais, até porque os bancos apenas são capazes de prover determinadas modalidades de crédito. Cumpria, assim, estimular os investimentos de mais longo prazo, com o desenvolvimento do mercado de capitais nacional”. Foi o que se procurou fazer com a promulgação da Lei nº 4.728/1965.

De acordo com GREMAUD et al. (2002, p. 395), “a Lei 4.728/1965 definia as regras de atuação dos demais agentes financeiros. O quadro institucional que se formou baseava-se no modelo financeiro norte-americano, caracterizado pela especialização/segmentação do mercado, existindo instituições especializadas que atenderiam a segmentos específicos do mercado de crédito”.

Através da referida lei, foram criadas as bases necessárias para as atividades profissionais de intermediação do mercado de capitais. Assim, com a regulação deste mercado em específico (neste período a cargo do Bacen) nasce formalmente o sistema de distribuição de valores mobiliários no país.

Um possível resumo da estrutura e composição do Sistema Financeiro Nacional após as reformas implementadas de 1964 a 1967 pode ser observado no quadro abaixo:

QUADRO 1 – O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL APÓS AS REFORMAS DE 1964

INSTITUIÇÃO	ÁREA DE ATUAÇÃO
Conselho Monetário Nacional (CMN)	Criado em 1964, em substituição à Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), com função normativa e reguladora do sistema financeiro.
Banco Central do Brasil (Bacen)	Criado em 1964, como executor das políticas monetária e financeira do governo.
Banco do Brasil (BB)	Banco comercial e agente financeiro do governo, especialmente em linhas de crédito de médio e longos prazos, para exportações e agricultura.
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE)	Criado em 1952 para atuar no financiamento seletivo de longo prazo para a indústria e infra-estrutura.
Banco de Desenvolvimento (BD) regionais e estaduais	Atuação semelhante à do BNDE, mas em âmbito regional/estadual.
Bancos Comerciais	Crédito de curto e médio prazos (capital de giro).
Bancos de Investimento	Regulamentados em 1966, para atuarem no segmento de crédito de longo prazo e no mercado primário de ações (operações de subscrição).
Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento	Instituições não-bancárias, conhecidas como “Financeiras”, voltadas ao financiamento direto ao consumidor (curto e médio prazos).
Sistema Financeiro	Criado em 1964, tendo o Banco Nacional da Habitação (BNH)

da Habitação	como instituição central, e composto ainda pela Caixa Econômica Federal (CEF), caixas econômicas estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo (APE).
Corretoras Distribuidoras Valores	de Mercados primário e secundário de ações.

Os resultados em termos de desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional, após as reformas iniciadas em 1964, são descritos por LOPES & ROSSETTI (1998, p. 432), “o sistema financeiro brasileiro passou a contar com maior e mais diversificado número de intermediários financeiros não bancários, com áreas específicas de atuação. Ao mesmo tempo, foi significativamente ampliada a pauta de ativos financeiros, abrindo-se um novo leque de opções para aplicação de poupanças e criando-se, decorrentemente, condições mais efetivas para a criação do processo de intermediação”.

A taxa média de crescimento do volume total de crédito no Brasil (considerando a variação real pelo IGP) observada nos anos de 1964 a 1967 foi de 4,9%. Esta mesma taxa, observada nos anos de 1968 a 1973, foi de 17,4%, e, nos anos de 1974 a 1978, foi de 14,8% (IBGE).

A economia brasileira passa por bons momentos após a implantação das principais reformas estruturais determinadas pelo Paeg. Segundo HERMANN (2005, p. 82), “em 1968, a economia brasileira inaugurou uma fase de crescimento vigoroso, que se estendeu até 1973. Nesse período, o PIB cresceu a uma taxa média da ordem de 11% ao ano”. Mesmo com o choque do petróleo no início dos anos 70 (o que elevou substancialmente os preços do elemento fundamental da matriz energética mundial), a economia brasileira ainda continuava apresentando bons resultados em termos de crescimento econômico. Nos anos de 1974 a 1979 o PIB brasileiro cresceu a uma taxa média de aproximadamente 6,7% ao ano.

Um dos principais problemas enfrentados pela economia brasileira a partir de 1974 foi o aumento da inflação. Os efeitos deste aumento sobre as atividades das instituições financeiras, levaram a publicação de uma Lei que resultou num importante instrumento de intervenção em termos de regulação financeira.

De acordo com YAZBEK (2007, p. 269), “a Lei nº 6.024/1974 surge em decorrência das quebras de instituições financeiras fragilizadas ou de alguma maneira afetadas pelo processo inflacionário”. A disposição preliminar da referida Lei determina que: “As instituições financeiras privadas e as públicas não federais,

assim como as cooperativas de crédito, estão sujeitas, nos termos desta Lei, à intervenção ou à liquidação extrajudicial, em ambos os casos efetuada e decretada pelo Banco Central do Brasil”.

Em mais uma medida com o intuito de reforçar a segurança do sistema financeiro, o governo determinou, através do Decreto-Lei nº 1.342/1974, que a receita líquida do imposto sobre operações financeiras deveria ser destinada à formação de reservas monetárias. Segundo ANDREZO (2002, p. 101), “esse Decreto-Lei permitiu que o CMN autorizasse o Bacen a aplicar os recursos das reservas monetárias, em situações específicas, com a finalidade de assegurar a normalidade dos mercados financeiro e de capitais ou resguardar os legítimos interesses de depositantes, investidores e demais credores, acionistas e sócios minoritários”.

A década de 1970 pode ser considerada como um período de evoluções em termos de regulação financeira no Brasil, principalmente quanto ao mercado de capitais. Conforme YAZBEK (2007, p. 263), “desde 1968, o mercado de capitais nacional passou por um momento de euforia, que persistiu até o início da década seguinte, com o aumento dos volumes negociados nas bolsas de valores. Com o encerramento deste ciclo, fugaz até por lhe faltar uma infra-estrutura adequada, começou a se fazer presente aquela proverbial desconfiança generalizada, tornando-se mais premente a promulgação de uma nova legislação”.

Desta forma, em 1976 são aprovadas duas leis que iriam propiciar a evolução do mercado de capitais brasileiros. A primeira delas, a Lei nº 6.385/1976, criou um regulador especializado para o mercado de valores mobiliários (até então a cargo do Bacen), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma entidade autárquica de regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda.

A CVM foi criada com a competência de regulamentação das matérias sobre mercados de capitais e valores mobiliários, bem como a fiscalização das atividades e dos serviços do mercado de valores.

A segunda, refere-se a Lei nº 6.404/1976, que ficou conhecida como a nova lei acionária (pois substituiu a Lei nº 4.728/1965), e tinha por objetivo suprir as necessidades de regulação num mercado que se modificara e exigia nova legislação. Para a nova lei acionária, de acordo com ANDREZO (2002, p. 118), “foi preciso considerar, simultaneamente, dois aspectos: ampliar a gama de valores, a fim de que os mesmos fossem utilizados na medida das necessidades das sociedades por ações; e dotar o investidor de suficiente confiança de que obteria um

grau de segurança e rentabilidade compatíveis com as suas perspectivas de investimento e com o grau de risco que aceitasse tomar”.

Em 1979, o sistema de custódia e negociação de títulos públicos foi reforçado, tornando-se mais eficiente e mais seguro, com a criação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), que tinha o objetivo de organizar a troca física de papéis da dívida e viabilizar alternativas às liquidações financeiras.

Uma análise das medidas descritas ao longo deste segundo tópico, de acordo com a discussão sobre as finalidades da regulação financeira realizada no capítulo anterior, pode sugerir algumas conclusões.

Primeiramente, é preciso considerar o objetivo do governo brasileiro em desenvolver o Sistema Financeiro Nacional, principalmente através da criação de novas instituições. Isto fica claro quando consideradas as duas dimensões a serem trabalhadas (“vertical” e “horizontal”) na reforma do sistema.

Porém, mais do que simplesmente desenvolver o mercado financeiro, é possível sugerir que, dado o salto evolucionário da regulação financeira observado a partir de 1964, o governo brasileiro pode ter criado, pela primeira vez, as condições necessárias para que o arcabouço regulatório pudesse tentar corrigir determinadas falhas de mercado.

Esta sugestão fica mais clara quando considerada, não somente a criação do Banco Nacional de Habitação (com o objetivo de ter um agente de financiamento especializado num nicho de mercado extremamente importante para a economia de um país), mas também a institucionalização do Sistema Financeiro da Habitação.

A criação do CMN e do Bacen representou mais do que uma novidade no aparato regulatório do país. Devido a clara divisão de responsabilidades, criaram-se as condições para que a política monetária fosse conduzida de forma independente pelo CMN, enquanto a tarefa de fiscalizar e controlar o sistema financeiro ficasse a cargo do Bacen (com condições inclusive de se implantar medidas com a finalidade de regulação prudencial, o que também representaria uma evolução).

A Lei nº 4.728/1965, disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas, numa clara tentativa de favorecer seu desenvolvimento. Por tratar-se de um mercado incipiente e de relevante importância, esta lei tornou-se rapidamente obsoleta, e, no ano de 1976, o governo sancionou a Lei nº 6.385 (que criou um regulador específico para este mercado, a CVM) e a Lei nº 6.404 (que ficou conhecida como a “nova lei acionária”). As novas legislações davam especial destaque às atividades de estímulo e de promoção do mercado nacional,

conformando as estruturas que dele fariam parte e corrigindo falhas observadas no funcionamento deste.

A Lei nº 6.024/1974 representou uma importante medida em termos de regulação sistêmica, pois permitiu ao Bacen intervir e liquidar extrajudicialmente instituições financeiras com problemas de liquidez, enquanto que o Decreto-Lei nº 1.342/1974 forneceu subsídios financeiros para tais medidas.

O final da década de 1970 ficou mesmo marcado pela crise da dívida (provocada pelo aumento nos juros dos países desenvolvidos, principalmente nos EUA, tendo sido os países em desenvolvimento os mais afetados). A referida crise alterou significativamente o fluxo de recursos no sistema financeiro internacional.

No cenário interno, a economia brasileira apresentava rápida e contínua elevação nos índices de inflação (fazendo com que este viesse a se tornar um dos principais problemas econômicos da próxima década).

A alteração nos fluxos internacionais de recursos e a adoção de práticas internacionais, viria a motivar grande parte das medidas de regulação financeira adotadas na década de 1980, conforme será mostrado no próximo tópico.

3.3. DE ENCONTRO ÀS PRÁTICAS INTERNACIONAIS

Neste terceiro tópico, serão descritas as medidas de regulação financeira adotadas no Brasil, no período que abrange desde o início da década de 1980, até os primeiros anos da década de 1990. Neste intervalo, iniciou-se a adoção de práticas internacionais de regulação, bem como a abertura do mercado financeiro nacional para estrangeiros. Assim como nos tópicos anteriores, após a descrição das principais medidas adotadas, será realizada uma breve discussão quanto às finalidades das mesmas.

A década de 1980 inicia-se com a piora significativa do cenário externo para a economia brasileira. Logo no início, o país passa pela chamada crise da dívida externa, originada pela elevação dos juros nos Estados Unidos e nos países desenvolvidos. Segundo GREMAUD et al. (2002, p. 422), “nesse contexto de taxas de juros mais elevadas e maior dificuldade de obter recursos, isto é, rolar os passivos acumulados, muitos países em desenvolvimento se viram em problemas com a dívida externa,(...), o que provocou rompimento completo do fluxo de recursos voluntários aos países em desenvolvimento”. As pesadas transferências externas e as políticas impostas pelos países credores para garanti-las, resultaram crescentes

problemas internos: desequilíbrios nas contas públicas, desemprego, recessão e inflação.

Associado ao problema da rolagem dívida externa agrava-se o problema inflacionário. O problema tornou-se tão grave, que a mudança para o regime democrático, em 1985, marcou o início de um longo período no qual, tentativas malsucedidas de contenção da inflação foram destaque em termos de políticas do governo. Segundo GREMAUD et al. (2002, p. 427), “a condução da política econômica da Nova República elegeu o combate inflacionário como meta principal. Isso foi tentado de diferentes formas, com uma série de planos econômicos que visavam a quedas abruptas da inflação, intercalados por períodos de controles ortodoxos. Entre os planos destacam-se: Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991)”.

Quanto a regulação financeira, uma das primeiras medidas relevantes adotadas na década de 1980 foi a criação da Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP), em 1984, promovida por instituições financeiras em conjunto com o Bacen, iniciando suas atividades em 1986, com a finalidade de garantir mais segurança e agilidade às operações do mercado financeiro brasileiro, cumprindo funções similares às do SELIC, só que para os títulos privados.

Uma medida de extrema importância jurídica para a regulação financeira foi a criação do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), pelo Decreto nº 91.152/1985. O CRSFN foi transferido do CMN, com competência para julgar, em segunda e última instância administrativa, os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação das penalidades administrativas, como instância recursal para as decisões punitivas da CVM e do Bacen.

No ano de 1986, foram determinadas as bases para regulação do mercado de derivativos, pelo Decreto-Lei nº 2.286/1986. Este mercado respondera (e continuaria respondendo, inclusive com uma tendência crescente) por grande parte das inovações financeiras nos países desenvolvidos, sendo, portanto, um mercado que tinha em seu desenvolvimento um objetivo do governo brasileiro. O referido Decreto-Lei nº 2.286/1986, além de determinar questões relativas a tributação sobre os rendimentos e ganhos de capital obtidos, também determinava que cabia ao CMN regulamentar, e ao Bacen e a CVM fiscalizar este mercado.

No ano seguinte, com o intuito de atualizar os mecanismos de intervenção, através do Decreto-Lei nº 2.321/1987, surgiu o Regime de Administração Especial Temporária (RAET). O texto deste Decreto-Lei justifica sua criação em defesa das

finanças públicas, e atribui ao Bacen a responsabilidade de decretar o RAET nas instituições financeiras em que fosse observada a existência de passivo a descoberto ou o descumprimento das normas referentes à conta de Reservas Bancárias mantida no Bacen.

Com o objetivo de abrir novas possibilidades ao mercado financeiro nacional (na tentativa de aumentar a participação nos fluxos de recursos internacionais), e ao mesmo tempo buscar a maior integração deste com sistema financeiro global, o governo brasileiro, através da publicação da Resolução CMN nº 1.289/1987, estabeleceu um novo conjunto de normas para os investidores estrangeiros, com anexos correspondentes a cada modalidade de investimento autorizada aos mesmos (sociedades de investimento com capital estrangeiro, fundos de investimento com capital estrangeiro e carteira de títulos e valores mobiliários).

Segundo ANDREZO (2002, p. 176), “a criação destes novos instrumentos legais, razoavelmente mais simplificados, o acordo da dívida externa e as perspectivas otimistas em relação ao ajuste econômico do país, desencadearam o ingresso de capitais estrangeiros”.

Ainda em 1987, foi criado o Plano Contábil das instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), com o objetivo de unificar os diversos planos contábeis existentes à época e uniformizar os procedimentos de elaboração das demonstrações financeiras. Com a adoção do COSIF, o acompanhamento e controle das instituições integrantes do SFN por parte dos órgão reguladores ficaram bastante facilitados, o que aumentava a eficiência destes no cumprimento de suas responsabilidades.

Já em 1988, através da Resolução CMN nº 1.524/1988, o governo brasileiro (mostrando-se contrário ao regime de especialização até então vigente), autorizou o funcionamento dos bancos múltiplos, o que acentuou o processo de concentração do mercado financeiro nacional. Esta medida também foi responsável pela extinção das “cartas-patentes”, determinando a substituição destas por um processo de autorização de funcionamento para instituições financeiras, gerido pelo Bacen.

Uma análise das medidas descritas ao longo deste segundo tópico, de acordo com a discussão sobre as finalidades da regulação financeira realizada no capítulo anterior, pode sugerir algumas conclusões.

A criação do CRSFN caracteriza a tentativa por parte do governo de simplificar o processo de penalidades às instituições faltosas (reduzindo as possibilidades de recursos e apelos judiciais).

O Decreto-Lei nº 2.286/1986, que regulamentou o mercado de derivativos, deu início ao processo em que a regulação financeira brasileira iniciaria sua opção pelo rumo que a levaria de encontro com as práticas observadas internacionalmente, práticas estas que já vinham sendo adotadas em países desenvolvidos desde meados da década de 1970, influenciadas pelas idéias favoráveis a um setor financeiro mais liberalizado, de acordo com o exposto no capítulo anterior sobre Mercados Financeiros Eficientes.

O Decreto-Lei nº 2.321/1987, que criou o RAET, mostrou-se uma atualização nos mecanismos de intervenção, com a finalidade de aprimorar a regulação sistêmica.

A Resolução CMN 1.289/1987, que determinou um novo conjunto de normas aos investidores estrangeiros, teve a finalidade de tornar o mercado financeiro brasileiro mais atrativos a estes investidores, com o intuito de aumentar a entrada dos fluxos internacionais ao país. Para tanto, a opção pelo rumo das práticas internacionais de regulação financeira precisaria se tornar uma constante nos atos do governo brasileiro dali em diante.

A criação do COSIF foi uma importante medida com a finalidade de regulação de condutas, no sentido de que a unificação dos planos contábeis e a uniformização dos procedimentos de elaboração das demonstrações financeiras, propiciou o aumento da eficiência dos órgãos reguladores e fiscalizadores.

Nos primeiros anos da década de 1990, o governo brasileiro lançou programas e regulamentou produtos de grande importância para o sistema financeiro. No ano de 1990 foi lançado o Programa Nacional de Desestatização (colocado como elemento central no processo de ajuste fiscal e patrimonial do setor público) e o Código de Defesa do Consumidor (abrangendo inclusive as atividades de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária). Também neste período, foram regulamentados instrumentos de captação no exterior (*bonus, notes, commercial papers e depositary receipts*).

Mas o evento econômico mais marcante deste período foi o confisco de liquidez promovido pelo Plano Collor I. Foram bloqueados cerca de metade dos depósitos a vista, 80% das aplicações em fundos de curto prazo e cerca de um terço dos depósitos de poupança. O choque sobre os estoques monetários gerou uma desestruturação em termos de produção e empregos, provocando uma retração no PIB no segundo trimestre de 1990.

Além disto, a inflação continuava figurando como um dos principais problemas

econômicos brasileiros. O Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) observado em 1991 foi de 474%, e em 1993 chegou a 2.477%.

O controle da inflação foi finalmente alcançado em meados de 1994, o que alterou significativamente o ambiente econômico em que estavam inseridas as instituições financeiras. Devido a este fato, e também a tendência de internacionalização das práticas de regulação (menor intervenção, maior liberalização e auto-regulação), foram necessárias a adoção de várias medidas por parte do governo, a partir do período que ficou conhecido como pós-estabilização, conforme será descrito no próximo tópico.

3.4. NOVOS RUMOS

Neste quarto, serão descritas as medidas de regulação financeira adotadas no Brasil a partir de 1994, período conhecido como pós-estabilização, em que o ambiente mostrou-se bastante diferente do até então vivenciado pela regulação financeira brasileira, não somente pelo controle da inflação, mas também pelo aumento da tendência em adoção de práticas internacionais de regulação. Assim como nos tópicos anteriores, após a descrição das principais medidas adotadas, será realizada uma breve discussão quanto às finalidades das mesmas.

A estabilização dos preços na economia brasileira foi alcançada somente em 1994. De acordo com GREMAUD et al. (2002, p. 467), “no final de 1993, começou a ser implementado o plano mais engenhoso de combate à inflação já utilizado no país. Após uma série de tentativas fracassadas de planos heterodoxos na Nova República, O Plano Real conseguiu reduzir a inflação e mantê-la sob controle durante longo período de tempo”.

Para conter o processo inflacionário, as medidas adotadas no início do plano podem ser divididas em três fases: Primeiro, a realização de um ajuste fiscal. Segundo, uma indexação completa da economia (com a criação da Unidade Real de Valor – URV). E terceiro, uma reforma monetária, com a transformação da URV em Real.

Para a sequência do plano, o governo utilizou políticas econômicas que ficaram conhecidas como “âncora monetária” e “âncora cambial”. A primeira, determinou inicialmente uma expansão monetária bastante restritiva, proibiu determinadas operações de crédito, impôs depósitos compulsórios de até 100% sobre as captações adicionais do sistema financeiro e manteve a taxa básica de

juros elevada por um longo período. Já a segunda, determinou uma valorização da taxa de câmbio e instituiu um regime de câmbio fixo (a possibilidade de importação, favorecida pela conjuntura, forçaria os preços internos a se equipararem aos internacionais).

A taxa de câmbio valorizada fazia com que as importações crescessem num ritmo mais rápido que as exportações, culminando na ocorrência de déficits na Balança Comercial. No fechamento do Balanço de Pagamentos, o governo brasileiro contava com a entrada de capitais estrangeiros (investimentos indiretos, estimulados pelas altas taxas de juros; e investimentos diretos, estimulados pelas privatizações).

Esta estratégia foi de difícil operacionalização, pois o cenário econômico internacional mostrou-se bastante desfavorável, graças às crises financeiras (principalmente de cunho cambial especulativo, contra economias que adotaram regimes de câmbio fixo valorizados) que reduziram a liquidez internacional neste período. Segundo GIAMBIAGI (2005, p. 176), “entre o final de 1994 e o ano de 1998, o mercado financeiro internacional foi sacudido por três crises importantes. A primeira foi a do México, que afetou fortemente os mercados emergentes no primeiro semestre de 1995. A segunda foi a dos países da Ásia em 1997. E a terceira foi a da Rússia, em 1998. Em todas elas, o Brasil foi seriamente afetado pelo efeito contágio associado à redução dos empréstimos aos países emergentes”.

Nas crises citadas acima, o governo brasileiro conseguiu diminuir a pressão especulativa contra o Real com elevações bruscas nas taxas de juros, porém, ainda em 1998, a moeda brasileira passa por um novo e mais forte ataque especulativo, o que culminaria, já em 1999, na mudança do regime cambial, que passaria a funcionar no sistema de câmbio flutuante (na sequência da mudança do regime cambial, foi observada uma rápida desvalorização do Real).

Motivado pelo receio da perda do controle inflacionário (uma vez que a “âncora cambial” - câmbio fixo e valorizado já não existia mais), o governo brasileiro adota o regime de metas de inflação. De acordo GIAMBIAGI (2005, p. 184), “o sistema de metas de inflação caracterizou um compromisso formal com a estabilidade de preços, por parte das autoridades, inédito na história do país. As metas operam como um instrumento de balização das expectativas, e a implementação do sistema foi marcada pela gestão profissional do Banco Central”.

Um possível resumo quanto ao comportamento da inflação brasileira a partir de 1994, vai comprovar que o Plano Real obteve grande êxito na estabilização dos preços. O Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA) observado nos anos de

1994 e 1995 foi de 916,46% e 22,41% respectivamente. Nos anos seguintes, de 1996 a 2002, foi observado um IPCA médio anual de 7,36%.

A estabilidade dos preços trouxe uma nova realidade ao país, trazendo também uma nova realidade para o mercado financeiro. Devido ao novo cenário, o período a partir de 1994 é bastante significativo para o Sistema Financeiro Nacional e para a regulação financeira brasileira.

Segundo LIMA (2005, p. 201), “a longa convivência com a inflação permitiu às instituições financeiras ganhos proporcionados por passivos não remunerados, tais como depósitos a vista e recursos em trânsito (*floating*), compensando eventuais ineficiências administrativas e perdas decorrentes de concessões de créditos de créditos de liquidação duvidosa”. Os resultados deste ambiente para as instituições financeiras são descritos por LIMA (2005, p. 201), “em decorrência, tiveram comprometida sua capacidade de avaliar corretamente riscos e analisar a rentabilidade de investimentos, bastando, para auferir grandes lucros, especializar-se na captação de recursos de terceiros e apropriar-se do chamado imposto inflacionário”.

Portanto, a estabilidade da economia insere as instituições financeiras numa nova dinâmica. Para YAZBEK (2007, p. 272), “inicia-se aí um ciclo de reformulação das práticas e daquelas estruturas de regulação, tanto pela atualização daquilo que já havia se tornado obsoleto, quanto pela criação de algumas medidas de saneamento especiais, necessárias em razão de algumas fragilidades do sistema financeiro nacional que foram evidenciadas pelo novo quadro”.

O referido início do ciclo de reformulação, é marcado pela adoção, em 1994, dos elementos do Acordo de Basileia de 1988. Conforme LIMA (2005, p. 201), “por meio da Resolução CMN n° 2.099/1994, foram incorporadas no Brasil as recomendações estabelecidas pelo Basileia I, que determinou às instituições financeiras em funcionamento no país a manutenção de nível mínimo de capital, em sintonia com o grau de risco de seus ativos”. Com isso, a supervisão, que tomava como referência o patrimônio líquido das instituições, foi substituída pelo estabelecimento de limites em função do nível do risco de crédito gerado pelas operações realizadas pelas instituições.

Frente a piora da situação financeira observada em algumas instituições, e as dificuldades para resolver casos mais graves a partir dos instrumentos de intervenção e de liquidação então disponíveis, o governo desenvolveu programas destinados a reestruturação destas instituições. O primeiro, lançado em 1995, foi o

Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER). Na sequência, em 1996, foi lançado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Estadual na Atividade Bancária (PROES). E por fim, em 2001, foi lançado o Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PROEF).

De acordo com PUGA (1999, p. 419), “o PROER contempla a criação de uma linha especial de assistência financeira destinada a financiar reorganizações administrativas, operacionais e societárias de instituições financeiras que resultem na transferência de controle ou na modificação de objeto social para finalidades não-privativas de instituições financeiras”. Os recursos para operacionalização do PROER foram provenientes dos depósitos compulsórios, não tendo sido utilizados recursos do orçamento fiscal.

Também de acordo com PUGA (1999, p. 424), “o PROES, lançado através da Medida Provisória 1.514/1996, com a finalidade de sanear o sistema financeiro público estadual, teve pela primeira vez, a ajuda federal, num montante de 100% dos recursos necessários ao saneamento dos bancos estaduais, que foi condicionada ou à privatização das instituições ou à sua transformação em agências de fomento ou à sua liquidação”. Esta condição de privatização, demonstrava a posição contrária aos bancos estaduais dos reguladores financeiros, posição esta justificada pelo relacionamento muitas vezes imprudente e irresponsável que estes bancos estaduais costumavam apresentar com seus controladores. Em geral, os bancos estaduais foram comprados, através de leilões de privatização, por grandes conglomerados financeiros nacionais ou estrangeiros.

O PROEF foi um programa mais simples, pois o governo não tinha o objetivo de privatizar, alterar a participação societária ou mesmo transferir o controle das instituições envolvidas, mas sim fortalecê-las, pois também haviam sentido a mudança no cenário econômico pós-estabilização.

Estes programas de reestruturação procuravam reduzir o risco de uma possível “corrida aos bancos”, devido a piora significativa na situação das instituições financeiras, conforme mencionado anteriormente. Com este mesmo objetivo, foi criado pela Resolução CMN nº 2.197/1995, o Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Segundo PUGA (1999, p. 419), “o FGC estabeleceu uma garantia de até R\$ 20 mil por titular para os depósitos e aplicações, nos casos de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial, falência ou reconhecimento pelo Banco Central de estado de insolvência das instituição financeira. A garantia incidiria sobre os

depósitos à vista, a prazo e de poupança e sobre letras de câmbio, imobiliárias e hipotecárias”. Os recursos do FGC são oriundos do próprio sistema financeiro, mais especificamente da contribuição mensal sobre o montante dos saldos das contas seguradas. Atualmente, o valor garantido pelo FGC é de R\$ 60 mil.

Através da Resolução CMN n° 2.390/1997, foi criado o Sistema Central de Risco de Crédito (SCRC), um importante sistema de informações onde constariam o nome de todos os tomadores de crédito em valor igual ou superior a R\$ 50 mil, fossem pessoas físicas ou jurídicas, inclusive com informações sobre o montante de crédito tomado e critérios de classificação dos clientes. Para LIMA (2005, p. 204), “com efeito, o SCRC possibilitou melhor apuração da capacidade de pagamento do cliente, e, com isso, do risco de crédito global da carteira de cada instituição. Portanto, as informações oriundas do SCRC são empregadas no fortalecimento da supervisão bancária, na análise e concentração de risco por devedor e na mensuração do risco e avaliação da qualidade do portfólio”.

Uma outra medida, também adotada com o objetivo de reduzir os riscos de crédito, foi a Resolução CMN n° 2.493/1998, que possibilitou aos bancos venderem, parte, ou toda a carteira de crédito, a sociedades anônimas denominadas de Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (CSCF). A medida possibilitava, inclusive, a compra de créditos em atraso ou em processo de liquidação, que poderiam ser convertidos em títulos negociáveis. Conforme PUGA (1999, p. 421), “com isso, ficou facilitada a recuperação do capital emprestado ou, pelo menos, um parte, estimulando as instituições financeiras a ampliarem a oferta de crédito. Ao permitir o repasse dos créditos das instituições sob intervenção, a medida também agilizou o processo de saneamento dos bancos”.

Com o objetivo de reduzir os riscos operacionais, foi criada a Resolução CMN n° 2.554/1998, a qual estabelecia que as instituições financeiras deveriam apresentar ao Bacen um programa para implantação de sistemas de controles internos (*compliance*), abrangendo aspectos contábeis, organizacionais, administrativos e operacionais. As questões que deveriam estar presentes no programa são, de acordo com LIMA (2005, p. 205), “a contínua avaliação dos diversos riscos associados às atividades da instituição; a segregação das atividades atribuídas aos integrantes da instituição; os meios de identificar fatores internos e externos que possam prejudicar a realização dos objetivos da instituição; o acompanhamento sistemático das atividades desenvolvidas; e a existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informação”. Desta forma, o sistema

implementado seria capaz de definir responsabilidades individuais dentro das instituições, auxiliando, inclusive, na definição dos responsáveis por possíveis crimes no setor financeiro.

No ano 2000, mais uma medida foi adotada com o intuito de reduzir o risco de crédito. Esta medida determinava a obrigatoriedade de classificação do risco de crédito (*rating*) assumido pelas instituições financeiras, em razão de suas operações ativas, considerando também provisões para perdas. Segundo LIMA (2005, p. 206), “a qualidade dos devedores, o tipo, a destinação e o valor da operação entraram como critérios para a classificação de risco. A classificação deveria ser feita mesmo na ausência de atraso nos pagamentos. As novas regras implicam uma provisão maior e mais ajustada de reservas em relação às efetivas condições de risco de crédito nas carteiras dos bancos”.

Também no ano 2000, foi lançado o Novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), a partir da Medida Provisória nº 2.008/2000. Começou a funcionar somente em 2002, e promoveu uma reorganização tecnológica das comunicações entre as instituições financeiras e o Bacen. Com o novo SPB, o Bacen passou a ter informações diárias sobre o fechamento do caixa dos bancos, ou seja, passou a ter informações muito rápidas e atualizadas para subsidiar possíveis intervenções em instituições que apresentassem alguma dificuldade de liquidez. O resultado obtido foi um grande aumento na segurança do sistema financeiro.

Uma análise das medidas descritas ao longo deste último tópico, de acordo com a discussão sobre as finalidades da regulação financeira realizada no capítulo anterior, pode sugerir algumas conclusões.

O primeiro ponto a ser ressaltado é a adoção, em 1994, dos princípios do Acordo de Basileia I. Isto pode ser interpretado como uma atitude de maior liberalização por parte dos reguladores brasileiros, porém, é possível sugerir que a medida esteja também ligada a inevitável tendência de seguir as práticas internacionais de regulação (inevitável pois, devido aos mercados financeiros estarem cada vez mais interligados, adotar estas práticas seria uma espécie de pré-requisito para estar inserido nos fluxos de recursos estrangeiros).

Os programas de reestruturação adotados a partir de 1995 (PROER, PROES e PROEF), necessários devido as fragilidades das instituições financeiras que foram evidenciadas pelo novo cenário, foram importantes medidas de regulação sistêmica. Neste sentido, a criação do FGC, em 1995, também mostrou-se uma importante medida de regulação sistêmica, pois aumentava a segurança para os titulares de

determinadas operações financeiras.

A criação, em 1997, do Sistema Central de Risco de Crédito (SCRC), foi a primeira de uma sequência de medidas adotadas com a finalidade de regulação prudencial.

Outras medidas com a finalidade de regulação prudencial foram, em 1998, a implantação de sistemas de controles internos (*compliance*), com o objetivo de reduzir os riscos operacionais; em 2000, a obrigatoriedade de classificação do risco de crédito (*rating*) assumido pelas instituições financeiras (em razão de suas operações ativas), com o objetivo de reduzir o risco de crédito, e; em 2002, o início das operações do Novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, que propiciou aos reguladores informações muito rápidas e atualizadas sobre a situação financeira das instituições, aumentando assim a segurança do sistema.

Ao longo do período pós-estabilização, é possível perceber uma mudança significativa na postura adotada pelos órgãos reguladores brasileiros, que centraram seus esforços para as atividades primordiais de que são incumbidas, sendo possível sugerir que, tenha sido neste período, dentre os tratados neste capítulo, no qual mais se desenvolveu a regulação financeira brasileira.

3.5. INFLUÊNCIAS TEÓRICAS E TRANSFORMAÇÕES NO SISTEMA FINANCEIRO

Neste tópico final, a evolução da regulação financeira no país será analisada com base no arcabouço teórico discutido no primeiro capítulo. Isto é, procurar-se-á enquadrar a evolução anteriormente apresentada dentro dos marcos teóricos que tratam da questão regulação financeira.

No primeiro tópico, que tratou do período do início do século XIX até meados da década de 1960, observou-se uma regulação financeira bastante simplista se comparada com os padrões atuais, porém, que acompanhava o nível de desenvolvimento do sistema financeiro da época. Não foi observada nenhuma influência teórica específica na formulação das medidas, mas sim, inicialmente, um comportamento remediador por parte do governo. A partir do início do século XX, medidas que buscaram disciplinar, integrar e ampliar as margens de segurança da intermediação financeira no país, propiciaram o desenvolvimento das instituições financeiras.

A tabela 1 a seguir, traz dados que sugerem que o sistema bancário brasileiro passou efetivamente por uma fase bastante próspera neste período. São dados acerca das taxas de crescimento de empréstimos e depósitos, para o período de 1914 a 1945.

TABELA 1 – TAXAS DE CRESCIMENTO DO SISTEMA BANCÁRIO NO BRASIL –
1914 - 1945

ANO	EMPRÉSTIMOS	DEPÓSITOS
1914-18	17,0	24,7
1919-21	28,5	20,5
1922-29	9,7	8,5
1930-31	-1,5	0,3
1932-39	8,5	9,8
1940-45	25,4	23,9
1914-45	13,6	13,8

FONTE: GOLDSMITH

No segundo tópico, que tratou do período de 1964 até o final da década de 1970, verificou-se que o Sistema Financeiro Nacional passou por uma verdadeira reforma, com o objetivo de modernizar as estruturas de regulação e supervisão do país, modernização esta que foi promovida através do surgimento de novas instituições.

O resultado das medidas adotadas a partir de 1964 foi um sistema financeiro mais desenvolvido e diversificado, com uma maior pauta de ativos e condições mais favoráveis ao processo de intermediação.

A tabela 2 a seguir, traz dados da evolução dos ativos das instituições financeiras no Brasil no período de 1964 a 1978. A análise dos dados permite concluir que todas as modalidades de instituições aqui observadas tiveram um aumento substancial em seus ativos, prova de que a reforma de 1964 realmente propiciou condições mais favoráveis ao crescimento do sistema financeiro.

TABELA 2 – ATIVOS DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL -
1964 A 1978 (VALORES A PREÇOS CONSTANTES EM BILHÕES DE CRUZEIROS)

INSTITUIÇÕES	1964	1966	1972	1978
Bancos Comerciais	2,863	3,287	11,030	18,160
Caixas Econômicas Federais	0,160	0,257	1,617	3,834
Caixas Econômicas Estaduais	0,088	0,124	0,596	1,627
Sociedade de Crédito Imobiliário	-	0,005	1,328	2,885

BNDE	0,341	0,544	1,533	5,410
BNH	0,008	0,063	2,352	5,389
Financeiras	0,176	0,329	2,493	2,693
Bancos de Investimento	0,128	0,090	3,628	4,578

FONTE: GOLDSMITH

Outros dados que podem corroborar com a conclusão de que a reforma de 1964 propiciou condições mais favoráveis ao crescimento do sistema financeiro brasileiro são observados na tabela 3 a seguir, que traz informações sobre as taxas de crescimento de alguns instrumentos financeiros no Brasil de 1965 a 1980.

TABELA 3 – TAXAS DE CRESCIMENTO DE INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO BRASIL - 1965 A 1980 (PERCENTUAL ANUAL – A PREÇOS CONSTANTES)

INSTRUMENTO FINANCEIRO	1965 - 1972	1973 - 1980	1965 - 1980
Depósitos a Vista	9,7	-2,1	3,8
Letras de Câmbio	30,4	-11,2	9,6
Depósitos a Prazo	43,6	5,1	2,8
Depósitos de Poupança	53,4	22,5	37,1
Letras Imobiliárias	-	22,9	-
Outros Instrumentos não-indexados	13,4	-3,0	5,2
Outros Instrumentos indexados	29,2	11,8	20,2

FONTE: GOLDSMITH

Em meados da década de 1970, foram aprovadas as duas leis que iriam propiciar a evolução do mercado de capitais brasileiros (a primeira delas, a Lei nº 6.385/1976, criou a Comissão de Valores Mobiliários, e a segunda, a Lei nº 6.404/1976, que ficou conhecida como a nova lei acionária).

Os dados apresentados na tabela 4 a seguir demonstram a referida evolução do mercado de capitais no país. A tabela traz dados do mercado de ações no Brasil, para o período de 1980 a 1994, referentes a capitalização bursátil (percentual em relação ao PIB), ao volume total negociado (também percentual em relação ao PIB) e ao número de empresas listadas na Bovespa.

TABELA 4 – MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL – 1980 - 1999

ANO	CAPITALIZAÇÃO BURSÁTIL/PIB (%)	VOLUME TOTAL NEGOCIADO/PIB (%)	NÚMERO EMPRESAS LISTADAS BOVESPA
1980	3,9	0,7	426
1981	4,9	0,5	488
1982	3,8	0,8	493
1983	8,0	1,6	506

1984	15,4	3,0	522
1985	20,3	4,8	541
1986	16,0	6,9	592
1987	6,0	2,1	590
1988	10,1	3,4	589
1989	10,7	3,3	592
1990	3,5	1,1	579
1991	11,2	2,2	570
1992	12,0	4,8	565
1993	22,7	8,8	551
1994	33,5	15,6	549
1995	20,9	11,3	547
1996	28,0	14,9	554
1997	31,6	26,9	545
1998	21,2	22,7	535
1999	30,9	12,1	487

FONTE: CVM

Este período foi verdadeiramente relevante para a regulação financeira brasileira, pois foram adotadas, além de medidas com o intuito de desenvolver mercados (principalmente o mercado de capitais), medidas que demonstraram a preocupação do governo em aumentar de forma significativa a segurança do sistema financeiro. Foram fornecidos ao Bacen meios legais e monetários para, se necessário, agir com a finalidade de assegurar a normalidade dos mercados de crédito e de capitais, caracterizando um modelo de regulação com grande intervenção, sendo possível sugerir aqui a influência das idéias da hipótese da Instabilidade Financeira.

O terceiro tópico, tratou das as medidas adotadas no período que abrange desde o início da década de 1980 até os primeiros anos da década de 1990. Conforme observado, neste período iniciou-se a adoção de práticas internacionais de regulação, bem como a abertura do mercado financeiro nacional para estrangeiros, devido ao objetivo do governo brasileiro em atrair capitais estrangeiros para o país.

A tabela 5 a seguir, traz os dados sobre o fluxo de investimentos estrangeiros em carteira (também conhecido como investimento estrangeiro indireto) no Brasil, no período de 1988 a 1993, e comprova que, cresceu significativamente o volume de investimentos estrangeiros neste período.

TABELA 5 – FLUXO DE INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA NO BRASIL –
1988 A 1993

ANO	USD (EM MILHÕES)
1988	- 497,90
1989	-421,20

1990	472,27
1991	3.808,12
1992	14.465,49
1993	12.324,60

FONTE: IPEADATA

Como naquele momento a regulação financeira nos países desenvolvidos estava significativamente influenciada pelas idéias de Mercados Financeiros Eficientes, ao se aproximar das práticas internacionais, a regulação financeira brasileira acabou adotando medidas caracterizadas pela maior liberalização, como a criação do mercado de derivativos, a autorização para funcionamento de bancos múltiplos, e, principalmente, a abertura do mercado financeiro nacional para estrangeiros, através da simplificação de regras para estes investidores.

Neste ponto é importante ressaltar que, apesar de se aproximar das tendências de regulação financeira internacional (pois isto tornou-se pré-requisito para inserir-se nos fluxos financeiros globalizados), o governo brasileiro continuou atento ao aparato em termos de regulação sistêmica, tendo criado neste período o RAET (uma atualização nos mecanismos de intervenção).

No quarto tópico, foram descritas as medidas de regulação financeira adotadas no período conhecido como pós-estabilização, em que o ambiente mostrou-se bastante diferente do até então vivenciado pela regulação financeira brasileira.

A influência da regulação financeira internacional foi acentuada, com a adoção dos elementos do Acordo de Basiléia I.

Foram necessárias reformulações nas práticas, principalmente a criação de algumas medidas de saneamento especiais, necessárias em razão das fragilidades do sistema financeiro nacional que foram evidenciadas pelo novo quadro. Neste sentido, tiveram destaque os programas PROER, PROES e PROEF, que, após implementados, contribuíram significativamente para a mudança na composição do mercado bancário brasileiro.

A tabela 6 a seguir, traz dados acerca do número de instituições financeiras em funcionamento no Brasil, nos anos de 1988, 1994 e 1998 (sempre com amostras nos meses de Dezembro dos referidos anos), que comprovam a mudança na composição do mercado bancário neste período.

TABELA 6 – NÚMERO DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS NO BRASIL – 1988 - 1998

TIPOS DE INSTITUIÇÃO	DEZ/88	DEZ/94	DEZ/98
----------------------	--------	--------	--------

Bancos Públicos Federais	6	6	6
Bancos Públicos Estaduais	37	34	24
Bancos Privados Nacionais	44	147	106
Filiais de Bancos Estrangeiros	18	19	16
Bancos com Controle Estrangeiro	7	19	36
Bancos com Participação Estrangeira	5	31	23
Bancos de Investimento	49	17	22

FONTE: BACEN

A criação do Sistema Central de Risco de Crédito (SCRC), mostrou-se uma importante medida no sentido de melhorar as informações para os ofertantes de crédito, demonstrando a influência da teoria das falhas de mercado (influência esta que passaria a crescer, pois estudos que relacionam problemas informacionais ao funcionamento do sistema financeiro ganharam grande notoriedade neste período, inclusive um prêmio Nobel de Economia em 2001).

Além do SCRC, neste período foram adotadas outras medidas regulação prudencial, como a implantação de sistemas de controles internos (*compliance*), a obrigatoriedade de classificação do risco de crédito (*rating*) assumido pelas instituições financeiras em razão de suas operações ativas, e o Novo Sistema de Pagamentos Brasileiro, que propiciou aos reguladores informações muito rápidas e atualizadas sobre a situação financeira das instituições.

A tabela 7 a seguir, traz informações sobre a média anual da inadimplência (percentual) observada nas operações de crédito no Brasil, no período de 2000 a 2008. A significativa redução observada nos dados dos primeiros anos do século XXI, pode sugerir que as medidas de regulação prudencial adotadas, proporcionaram melhorias nos processos de concessão de crédito das instituições financeiras no Brasil.

TABELA 7 – INADIMPLÊNCIA MÉDIA ANUAL NO BRASIL - 2000 - 2008

ANO	INADIMPLÊNCIA (%) MÉDIA ANUAL
2000	8,73
2001	5,30
2002	4,63
2003	5,04
2004	3,38
2005	3,41
2006	3,83
2007	3,52
2008	3,05

FONTE: BACEN

A tabela 8 a seguir, traz dados acerca do volume de crédito total (pessoas físicas e pessoas jurídicas), bem como sua variação percentual, observado no Brasil para o período do ano 2000 ao ano 2008 (sempre com amostragens nos meses de Dezembro dos referidos anos). O crescimento verificado é bastante significativo, sendo possível sugerir que as medidas de regulação financeira adotadas neste período podem ter sido variáveis que contribuíram para um ambiente mais favorável ao crescimento do mercado de crédito no país.

TABELA 8 – VOLUME DE CRÉDITO TOTAL E VARIAÇÃO (%) NO BRASIL - 2000 - 2008

ANO	VOLUME CRÉDITO - R\$ milhões	VARIAÇÃO (%)
Dez/2000	188.142	-
Dez/2001	220.886	17,49
Dez/2002	240.209	8,75
Dez/2003	255.642	6,42
Dez/2004	317.917	24,36
Dez/2005	403.707	26,99
Dez/2006	498.331	23,44
Dez/2007	660.810	32,60
Dez/2008	871.178	31,83

FONTE: BACEN

A conclusão de que a regulação financeira brasileira tenha efetivamente evoluído ao longo dos anos parece bastante aceitável, sendo necessário destacar a participação do governo em todo esse processo.

Nas fases inicialmente analisadas neste capítulo, foi possível perceber dentre os principais objetivos o de desenvolver os mercados financeiros, enquanto que, notadamente após a estabilização da economia, foram observadas medidas com o objetivo de corrigir possíveis falhas no funcionamento destes mercados financeiros. Importante é ressaltar que, em todas as fases aqui analisadas, a regulação financeira brasileira buscou unir estes objetivos com a proteção do sistema financeiro.

Toda esta evolução resultou na atual estrutura de regulação financeira vigente no país, a qual será apresentada detalhadamente no próximo capítulo, que também trará uma breve discussão quanto a segurança proporcionada pela regulação financeira ao sistema financeiro brasileiro.

4. ATUAL ESTRUTURA DA REGULAÇÃO FINANCEIRA E SEGURANÇA NO SFN

No capítulo anterior, contextualizamos historicamente as medidas de regulação financeira adotadas no Brasil, no período que compreende desde o início do século XIX até os primeiros anos do século XXI. Procuramos com isto categorizar os períodos de mudanças institucionais, buscando relacioná-las com as diferentes abordagens teóricas que discutimos no capítulo 2.

O presente capítulo tem o objetivo de mostrar a atual estrutura de regulação financeira vigente no Brasil, bem como realizar uma breve discussão à respeito da segurança proporcionada por esta ao sistema financeiro brasileiro.

Para tanto, o capítulo foi dividido em dois tópicos principais. No primeiro tópico, serão apresentadas as instituições que fazem parte do atual arcabouço de regulação financeira vigente no país. No segundo tópico, serão trazidos dados para subsidiar a discussão quanto a segurança proporcionada pela regulação financeira ao Sistema Financeiro Nacional (SFN), buscando identificar possíveis influências teóricas e realizando comparativos com outros países.

4.1. ATUAL ESTRUTURA DE REGULAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL

Primeiramente é importante destacar que não existe atualmente nenhum órgão que funcione como um regulador internacional, pois existem limitações de natureza jurídica para tal. Na prática, existem alguns organismos internacionais (como o FMI, GATT, OCDE, etc.) que se restringem a esforços analíticos e a emissão de recomendações.

O mais relevante destes órgãos é o *Bank of International Settlements* (BIS), criado na década de 1930, com sede na Basileia. O fórum especialmente designado para as questões referentes à regulação financeira é o *Committee on Banking*

Regulation and Supervisory Practices (mais conhecido como Comitê da Basileia). Em 1988, o comitê divulgou o Acordo de Basileia I, uma série de normas que procuravam harmonizar as práticas de regulação, uniformizando critérios de avaliação e de consideração do patrimônio das instituições financeiras. Anos mais tarde, o comitê divulgou o Novo Acordo de Basileia, com o desafio de regular as operações de um setor financeiro muito mais complexo e diversificado.

Os referidos acordos acabam tendo grande importância para a regulação financeira brasileira, uma vez que representam as principais normas internacionais de regulação.

Pois bem, a atual estrutura de regulação financeira brasileira é resultado de um longo período de evolução. No decorrer do referido período de evolução, foram observados o surgimento de novas instituições, bem como a adoção de muitas medidas, conforme discutido anteriormente no capítulo 3.

É possível sugerir que a atual regulação caracteriza-se por um nível de liberalização mais acentuado do que em qualquer período anterior. É possível sugerir também que medidas de regulação prudencial foram destaque ao longo dos últimos anos, demonstrando ser objetivo da regulação financeira brasileira a melhoria nos processos e na qualidade das informações envolvendo as atividades do setor financeiro. Desta forma, influências de teorias mais liberais de regulação, ou de maior desregulamentação, tem importante participação no atual arcabouço regulatório brasileiro. A influência das teorias envolvendo questões relativas à falhas de mercado também vem tendo importante participação neste atual arcabouço, afirmação esta sustentada pelo histórico recente de adoção de medidas de regulação prudencial.

Uma visão funcional da estrutura do sistema financeiro brasileiro nos fornece a divisão deste em dois subsistemas, o normativo e o de intermediação. O subsistema normativo, objeto de estudo desta primeira parte capítulo, é composto pelas chamadas instituições supervisoras do SFN, enquanto que o subsistema de intermediação é composto por instituições operadoras do SFN.

A divisão das atividades normativas e fiscalizadoras entre as instituições supervisoras, se dá pela atribuição de responsabilidade por mercados específicos, conforme descrito no quadro a seguir.

QUADRO 2 – ATUAL ESTRUTURA DAS INSTITUIÇÕES SUPERVISORAS DO SFN

MERCADO ESPECÍFICO	INSTITUIÇÕES SUPERVISORAS
Mercado Financeiro e de Capitais	Conselho Monetário Nacional (CMN). Banco Central do Brasil (Bacen). Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN).
Mercado de Seguros, Capitalização e de Previdência Aberta	Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP). Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). IRB Brasil Resseguros. Conselho de Recursos do Sistema Nacional de Seguros Privados, de Previdência Privada Aberta e de Capitalização (CRSNSP).
Mercado de Previdência Privada Fechada	Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC). Secretaria de Previdência Complementar (SPC).

4.1.1. Conselho Monetário Nacional (CMN)

Criado em 1964 pela Lei nº 4.595, é a instituição normativa superior do Sistema Financeiro Nacional, responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do país. É composto pelo Ministro da Fazenda (seu presidente), pelo Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão, e pelo Presidente do Banco Central do Brasil.

De acordo com FERNANDES (2006, p. 26), “o Bacen e a CVM sujeitam-se às regras do Conselho Monetário Nacional, que tem poder regulamentar de maior ordenamento jurídico para instituições do mercado financeiro e de capitais”.

São atribuídas à competência do CMN as seguintes funções (FORTUNA, 2005):

- Gerenciar o volume de meios de pagamento de acordo com a necessidade da economia nacional e seu desenvolvimento;
- Regular o valor interno da moeda, prevenindo ou corrigindo possíveis surtos inflacionários ou deflacionários, de origem interna ou externa;
- Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos

do país;

- Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras públicas e privadas, com o intuito de garantir condições ao desenvolvimento equilibrado da economia;

- Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com o objetivo de tornar mais eficiente o sistema de pagamentos e a mobilização de recursos;

- Zelar pela liquidez e pela solvência das instituições financeiras;

- Autorizar as emissões de papel-moeda;

- Disciplinar o crédito em suas modalidades e as formas das operações creditícias;

- Regulamentar as operações de redesconto de liquidez;

- Determinar as taxas do recolhimento compulsório das instituições financeiras;

- Regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização de todas as instituições financeiras que operam no país.

Portanto, o CMN é um órgão eminentemente normativo. As atividades executivas ligadas à regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, são de atribuição do Bacen e da CVM.

4.1.2. Banco Central do Brasil (Bacen)

Também criado em 1964 pela Lei nº 4.595, é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, responsável pela supervisão do Sistema Financeiro Nacional e por garantir o poder de compra da moeda nacional. Caracteriza-se como o principal poder executivo das políticas traçadas pelo Conselho Monetário Nacional.

O Bacen integra a administração indireta, sendo seu presidente indicado diretamente pelo Presidente da República. O presidente do Bacen, bem como seus diretores por ele indicados, devem ser aprovados pelo Senado Federal. Estes cargos não tem mandado fixo, ou seja, podem ser demitidos a qualquer momento pelo Presidente da República, não havendo portanto, nesse sentido, independência administrativa.

Para ASSAF NETO (2003, p. 79), “pode-se tratar o Bacen como um banco fiscalizador e disciplinador do mercado financeiro, ao definir regras, limites e condutas das instituições; banco de penalidades, ao serem facultadas pela

legislação a intervenção e a liquidação extra-judicial; e gestor do SFN, ao expedir normas e autorizações e promover o controle das instituições financeiras e de suas operações”.

São de competência do Bacen às seguintes atribuições (FORTUNA, 2005):

- Emitir papel-moeda nas condições e limites autorizados pelo CMN;
- Executar os serviços do meio circulante;
- Receber os recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais e os depósitos voluntários das instituições financeiras e bancárias que operam no país;
- Realizar operações de redesconto e empréstimo às instituições financeiras dentro de um enfoque de política econômica ou como socorro a problemas de liquidez;
- Regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis;
- Exercer o controle de crédito sob todas as suas formas;
- Exercer a fiscalização das instituições financeiras, punindo-as quando necessário;
- Autorizar o funcionamento, estabelecendo a dinâmica operacional, de todas as instituições financeiras;
- Estabelecer as condições para o exercício de quaisquer cargos de direção nas instituições financeiras privadas;
- Controlar o fluxo de capitais estrangeiros garantindo o correto funcionamento do mercado cambial;
- Determinar, via Comitê de Política Monetária (Copom), a taxa de juros de referência para as operações de um dia (a taxa Selic).

4.1.3. Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Criada em 1976 pela Lei nº 6.385, é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, que tem por finalidade básica a normatização e o controle do mercado de valores mobiliários, mercado este representado principalmente por ações, debêntures, *commercial papers*, e outros títulos emitidos pelas sociedades anônimas e autorizados pelo Conselho Monetário Nacional.

Segundo ASSAF NETO (2003, p. 80), “são funções básicas da CVM, entre outras, promover medidas incentivadoras à canalização das poupanças ao mercado acionário; estimular o funcionamento das bolsas de valores e das instituições

operadoras do mercado acionário, em bases eficientes e regulares; assegurar a lisura nas operações de compra e venda de valores mobiliários e promover a expansão de seus negócios; dar proteção aos investidores de mercado”.

Em abril de 2004, foi concluída a transferência do Bacen para a CVM da normatização do setor de derivativos, das Bolsas de Mercadorias e Futuros e das Entidades de Compensação e Liquidação de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 10.303/2001. Com isso, os poderes fiscalizador e disciplinador da CVM foram ampliados, abrangendo também estas instituições que, assim como as Bolsas de Valores, acabam funcionando com órgãos auxiliares da CVM.

Sob a disciplina e a fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários foram consolidadas as seguintes atividades (FORTUNA, 2005):

- Emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- Negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- Negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- Organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- Administração de carteiras e custódia de valores mobiliários;
- Auditoria de companhias abertas;
- Serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

Para ASSAF NETO (2003, p. 80), “a atuação da CVM abrange, dessa forma, três importantes segmentos do mercado: instituições financeiras do mercado; companhias de capital aberto, cujos valores mobiliários de sua emissão encontram-se em negociação em Bolsas de Valores ou mercado de balcão; investidores, à medida que é seu objetivo atuar de forma a proteger seus direitos”.

4.1.4. Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN)

Criado em 1985 pelo Decreto Lei nº 91.152, com a finalidade de julgar, em segunda e última instância, os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades administrativas previstas, principalmente, nas Leis nº 4.595/1964 e 6.385/1976.

O Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional é ligado ao Ministério da Fazenda, sendo classificado como órgão de deliberação coletiva de segundo grau, ao qual compete decidir os recursos interpostos contra decisões do Bacen e da CVM.

Segundo ANDREZO (2002, p. 163), “o CRSFN tem a seguinte composição: um representante do Ministério da Fazenda; um representante do Bacen; um representante da Secretaria de Comércio Exterior; um representante da CVM; quatro representantes das entidades de classe dos mercados financeiro, de câmbio, de capitais estrangeiros e de crédito rural e industrial, por estas indicados em lista tríplice, por solicitação do Ministro da Fazenda”.

Também segundo ANDREZO (2002, p. 164), “o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil S/A, e os órgãos do Ministérios da Fazenda devem proporcionar o apoio técnico e administrativo necessário ao funcionamento desse Conselho”.

4.1.5. Instituições Supervisoras do Mercado de Seguros, Capitalização e de Previdência Privada Aberta

O Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) é um órgão de atuação colegiada, ligado a estrutura normativa do Ministério da Fazenda.

De acordo com FERNANDES (2006, p. 26), “o CNSP encarrega-se de fixar as diretrizes da política brasileira de seguros privados, previdência privada aberta e capitalização e do julgamento dos recursos contra as decisões da SUSEP. Os regramentos da SUSEP se sujeitam às resoluções do CNSP no que tange à hierarquia normativa”.

O CNSP é presidido pelo Ministro da Fazenda, sendo composto também pelo superintendente da SUSEP, pelo presidente do IRB Brasil Resseguros, pelo presidente do Bacen, pelo secretário de direito econômico do Ministério da Justiça, por representante do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, e por representantes da iniciativa privada de cada um dos setores envolvidos.

A Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, sendo encarregada da supervisão das Entidades Abertas de Previdência Privada, das Sociedades Seguradoras, das Sociedades Administradoras de Seguro-saúde e das Sociedades de Capitalização. Trata-se do principal poder executivo das políticas traçadas pelo CNSP.

Já a IRB Brasil Resseguros, consiste em sociedade de economia mista, atualmente sob jurisdição do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, com 50% de seu capital pertencente à União (a outra metade do capital pertence à companhias seguradoras).

O resseguro é utilizado pelas companhias seguradoras quando estas assumem seguros de ativos superiores à sua capacidade financeira. Até 1996 a atividade de resseguro no Brasil era realizada exclusivamente pela IRB, quando foi quebrado seu monopólio.

A IRB Brasil resseguros tem responsabilidade normativa no setor de resseguros, porém, também submete-se à supervisão da SUSEP quando opera no mercado de resseguro ao atuar como companhia seguradora.

4.1.6. Instituições Supervisoras do Mercado de Previdência Privada Fechada

O Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC) é um órgão colegiado integrante da estrutura do Ministério da Previdência Social, sendo responsável por regular, normatizar e coordenar as atividades das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (os chamados fundos de pensão). É responsável por julgar os recursos interpostos contra as decisões da Secretaria de Previdência Complementar em última instância.

A Secretaria de Previdência Complementar (SPC) também é um órgão do Ministério da Previdência Social, sendo responsável pela supervisão dos fundos de pensão, ou seja, é o principal poder executivo das normatizações traçadas pelo CGPC, inclusive sujeitando-se às determinações deste.

4.2. REGULAÇÃO FINANCEIRA E SEGURANÇA NO SFN

O objetivo deste tópico é realizar uma breve discussão à respeito da segurança proporcionada ao sistema financeiro brasileiro pela atual estrutura de regulação financeira vigente no país.

A referida discussão ganha importância frente à ocorrência de crises financeiras, como a ocorrida a partir de meados de 2008, na qual vários países tiveram que promover planos de socorro à bancos, com o intuito de impedir a quebra destas instituições, evitando assim o colapso de seus sistemas financeiros.

A questão da segurança proporcionada pela regulação financeira nos remete às discussões teóricas envolvendo a Hipótese dos Mercados Eficientes, as falhas de mercado e instabilidade financeira, apresentadas no capítulo 2.

Com o desenrolar da crise financeira mundial iniciada em meados de 2008, as opiniões favoráveis aos modelos de regulação financeira menos liberais estão

ganhando mais adeptos, uma vez que a desregulamentação vem sendo apontada como uma das principais causas da referida crise (como no caso dos Estados Unidos, que revogou a *Lei Glass-Steagall* em 1999, uma referência em termos de regulação financeira desde 1933).

Da fato, não é tarefa simples determinar qual corrente teórica influencia mais significativamente a regulação financeira de um país, porém, é possível sugerir que países como Estados Unidos e Inglaterra possuem arcabouços regulatórios mais liberais que o Brasil, mesmo tendo nossa regulação se aproximado das tendências internacionais a partir da década de 1980 (conforme apresentado no capítulo 3).

Para tornar a discussão mais específica à respeito da segurança proporcionada pela regulação financeira ao sistema financeiro brasileiro, será realizada uma análise de acordo com a divisão proposta por CARVALHO et al (2000), na qual os principais mercados a serem regulados podem ser classificados como mercado de crédito e mercado de títulos.

4.2.1. Mercado de Crédito

Segundo CARVALHO et al. (2000, p. 240), “no mercado de crédito as transações são feitas de forma individualizada, identificando-se as duas partes que realizam o empréstimo. Da operação resultam obrigações que são, em princípio, intransferíveis ou não-negociáveis. Isto é assim porque os contratos tendem a ser desenhados de modo a satisfazer as demandas específicas tomadores e dos emprestadores em termos de taxas de juros, prazos, garantias e outras disposições relevantes para as partes”.

Trata-se do maior mercado do sistema financeiro brasileiro, tendo como principais participantes os bancos em geral e seus clientes. Conforme observado anteriormente, neste mesmo capítulo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) é a instituição normativa superior deste mercado, cabendo ao Banco Central do Brasil (Bacen) a responsabilidade pela supervisão, fiscalização e execução das políticas traçadas.

Assim, CMN e Bacen caracterizam-se com as principais instituições, em termos de regulação financeira, do mercado de crédito no Brasil.

Na sequência, serão apresentados alguns dados que podem enriquecer o debate envolvendo a regulação financeira e a segurança do mercado de crédito brasileiro.

A tabela 9 a seguir, traz o percentual das operações de crédito em relação ao PIB no Brasil, para o período de 1999 a 2008.

TABELA 9 – OPERAÇÕES DE CRÉDITO - PERCENTUAL DO PIB NO BRASIL –
1999 A 2008

ANO	OPERAÇÕES DE CRÉDITO (%) PIB
1999	26,27
2000	25,28
2001	25,73
2002	23,99
2003	22,87
2004	23,63
2005	26,32
2006	29,01
2007	31,87
2008	37,22

FONTE: BACEN

De acordo com a tabela 9, as operações de crédito representam uma pequena porcentagem do PIB no Brasil. A afirmação é amparada na comparação do mesmo indicador com o de outros países. Por exemplo, os dados dos anos de 2007 e 2008, para Estados Unidos e Japão, mostraram que o crédito passou de 180% do PIB. Os mesmos dados, para a Europa, variam de 90% (Itália e França) até 160% (Reino Unido, Portugal e Suíça), segundo pesquisa da Associação Nacional dos Procuradores do Banco Central do Brasil.

O baixo percentual observado nestes dados, pode indicar que as instituições financeiras no Brasil correm menos risco que nos países desenvolvidos. Isso poderia ocorrer pelo fato de as instituições financeiras no Brasil conseguirem obter níveis de rentabilidade igual (e até mesmo superior) que nos países desenvolvidos, com um volume bem inferior de empréstimos e financiamentos.

Uma possível explicação para este fato, está na comparação realizada na tabela 10 a seguir, que traz as taxas de juros básicas da economia, determinadas pelas autoridades monetárias do Brasil (taxa Selic), Estados Unidos (*Fed Funds Rate* do *Federal Reserve*) e Zona do Euro (taxa de juros de referência do Banco Central Europeu). Os dados se referem às taxas de juros médias anuais, determinadas no período de 1999 a 2008.

TABELA 10 – TAXA DE JUROS BÁSICA DA ECONOMIA – MÉDIA ANUAL -
1999 A 2008

ANO	BRASIL	EUA	ZONA DO EURO
1999	24,46	5,00	2,67

2000	17,65	6,27	4,04
2001	17,67	3,77	4,29
2002	19,19	1,67	3,21
2003	23,59	1,13	2,25
2004	16,42	1,38	2,00
2005	19,04	3,23	2,02
2006	15,17	4,96	2,79
2007	12,00	5,02	3,85
2008	12,44	1,98	3,88

FONTE: BACEN, FED E BCE

A taxa básica de juros é consideravelmente mais alta no Brasil do que nos Estados Unidos e na Zona do Euro. O efeito disso, é que os bancos no Brasil, ao optarem por alocar seus ativos em títulos públicos, recebem taxas de remuneração muito atraentes (e com baixíssimo risco). Sendo assim, os bancos são desestimulados à direcionar recursos para empréstimos e financiamentos aos clientes.

Uma outra possível explicação para o referido fato, está no elevado *spread* (diferença entre o custo de captação e o custo de aplicação) observado nas operações dos bancos. A tabela 11 a seguir, traz dados referentes à média anual do *spread* (em pontos percentuais) observado nas operações de crédito aos setores público e privado, com recursos livres, no Brasil, para o período de 2000 a 2008.

TABELA 11 – MÉDIA ANUAL *SPREAD* BANCÁRIO NO BRASIL – RECURSOS LIVRES -
2000 A 2008

ANO	<i>SPREAD</i> MÉDIA ANUAL (p.p)
2000	38,06
2001	26,96
2002	30,01
2003	31,86
2004	28,01
2005	28,40
2006	28,47
2007	25,33
2008	26,54

FONTE: IPEADATA

O elevado *spread* bancário observado no Brasil, abre a possibilidade das instituições financeiras obterem elevada rentabilidade, com um volume relativamente pequeno de crédito concedido.

Portanto, estas características de alta taxa de juros básica da economia e *spread* bancário elevado, permitem que as instituições financeiras obtenham altas rentabilidades com baixos volumes de empréstimos e financiamentos. O resultado final pode sugerir que o risco corrido por estas instituições no Brasil seja

significativamente menor que o das instituições nos mercados de crédito dos países desenvolvidos. Desta forma, a segurança do mercado de crédito brasileiro também pode estar ligada a este ambiente, e não somente às medidas de regulação financeira vigentes.

Outro ponto a ser considerado é o fato de o governo brasileiro utilizar-se de importantes instituições financeiras públicas (de seu controle) para a oferta de crédito a setores chave da economia. Através do BNDES, do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal, o governo oferta crédito para compra de máquinas e equipamentos, para o agronegócio e para o financiamento imobiliário.

Sendo estas instituições responsáveis por grande parte da oferta de crédito para estes setores, e considerando o fato de o governo ter ingerência sobre a política de oferta de crédito destas instituições, é possível sugerir que as operações de crédito possuem um risco menor que as realizadas no ambiente de concorrência entre os bancos (em geral, estas operações de crédito são realizadas com taxas de juros inferiores as praticadas livremente no mercado).

De qualquer modo, alguns argumentos evidenciam que a regulação financeira pode mesmo ter mesmo importante participação nesta questão da segurança, sendo o mercado de crédito imobiliário o melhor exemplo disso.

O mercado de crédito imobiliário passou a desenvolver-se no país somente após a promulgação da Lei nº 4.380/1964, que criou o Banco Nacional de Habitação e institucionalizou o Sistema Financeiro da Habitação (SFH).

Podem financiar imóveis pelas regras do SFH, clientes de bancos múltiplos, das sociedades de crédito imobiliário, das associações de poupança e empréstimo e da Caixa Econômica Federal. Podem ser financiados imóveis novos ou usados.

O referido sistema sempre determinou regras bastante rígidas nas condições dos financiamentos, como a determinação de valor máximo dos imóveis a serem financiados, a porcentagem máxima do valor do imóvel possível de ser financiada e o valor total máximo a ser financiado. Por exemplo, atualmente, após as alterações promovidas pelo CMN em Março de 2009, o valor máximo de um imóvel a ser financiado pelas regras do SFH é de R\$ 500.000,00. A porcentagem máxima do valor do imóvel a ser financiada é de 90%, e o valor total máximo a ser financiado é de R\$ 450.000,00.

A principal fonte de recursos do SFH é proveniente dos depósitos de poupança, realizados nas instituições que captam nessa modalidade de aplicação financeira, bem como os recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

Ainda de acordo com as regras do SFH, não são permitidas transformações de créditos imobiliários em títulos negociáveis (securitização).

A rigidez nas regras dos financiamentos imobiliários pelo SFH propiciaram um ambiente relativamente seguro para as instituições financeiras, assim como resultaram num volume de crédito muito baixo nessa modalidade, se comparado com outros países.

Na tentativa de expandir este volume de crédito destinado aos financiamentos imobiliários, o governo brasileiro criou, através da Lei nº 9.514/1997, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). A principal diferença em relação ao SFH, está na liberdade concedida para as instituições financeiras em determinar os valores máximos dos imóveis a serem financiados, o percentual destes imóveis a ser financiado e o valor máximo do financiamento. Por exemplo, pelas regras do SFI, se assim desejar, um banco pode financiar 100% de um imóvel de R\$ 1.500.000,00 para um cliente, o que, pelas regras do SFH, não seria permitido.

De fato, nem mesmo as regras mais flexíveis e a possibilidade da securitização fizeram com que o SFI obtivesse sucesso quanto ao aumento do volume de crédito imobiliário. Conforme pode ser observado na sequência, o Brasil apresenta números bem menos expressivos nesta modalidade de crédito quando comparado à outros países. A tabela 12 a seguir, traz dados do ano de 2008 sobre o percentual do crédito imobiliário em relação ao PIB dos países.

TABELA 12 – CRÉDITO IMOBILIÁRIO – PERCENTUAL DO PIB - 2008

PAÍS	CRÉDITO IMOBILIÁRIO (%) PIB
Estados Unidos	68,00
Inglaterra	75,00
Alemanha	45,00
França	28,00
Espanha	45,00
Brasil	1,87

FONTE: BACEN

Uma possível explicação para o fato de a criação do SFI não ter provocado um aumento no volume de crédito imobiliário, é a de que as taxas de juros cobradas dos clientes nos financiamentos via SFH, em geral, são consideravelmente menores, fazendo com que a maior parte dos empréstimos sejam mesmo realizados pelo SFH.

A tabela 13 a seguir, traz os dados das operações de crédito imobiliário observados no Brasil (percentual em relação ao PIB), no período de 1999 a 2008. Os dados comprovam que neste segmento do mercado de crédito, os números são

realmente modestos.

TABELA 13 – BRASIL - CRÉDITO IMOBILIÁRIO – PERCENTUAL DO PIB – 1999 A 2008

ANO	CRÉDITO IMOBILIÁRIO (%) PIB
1999	5,00
2000	4,82
2001	2,77
2002	1,62
2003	1,45
2004	1,33
2005	1,30
2006	1,44
2007	1,58
2008	1,87

FONTE: BACEN

Desta forma, as idéias discutidas ao longo deste item 4.4.1 não nos permitem chegar a conclusão simplista de que a regulação financeira, por si só, propicia segurança ao mercado de crédito brasileiro. Obviamente não é possível descartar esta hipótese, pois efetivamente apresentamos um arcabouço regulatório desenvolvido, porém, o ambiente de elevada taxa de juros básica da economia, elevado *spread* nas operações de crédito e grande participação de instituições financeiras com controle do governo na oferta de crédito para setores chave da economia, deve ser considerado como significativo para esta questão da segurança neste mercado.

4.2.2. Mercado de Títulos

Segundo CARVALHO et al. (2000, p. 240), “nos mercados de títulos, as transações obedecem a regras mais genéricas, desprezando-se a idiosincrasias de cada parte interessada. Os contratos resultantes podem não ser negociáveis, mas obedecem de qualquer forma a regras de padronização que tornam os títulos de natureza semelhante substitutos entre si. Quando podem ser negociados, isto é, revendidos em mercados secundários, esses títulos ganham liquidez”.

Trata-se de um mercado em franca expansão no sistema financeiro brasileiro, tendo como principais participantes os Bancos de Investimento, as Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros, as Corretoras e Distribuidoras de Valores Imobiliários, bem como seus clientes investidores.

Conforme observado anteriormente, neste mesmo capítulo, o Conselho Monetário Nacional (CMN) também é a instituição normativa superior, cabendo a

Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a responsabilidade pela supervisão, fiscalização e controle deste mercado.

Assim, CMN e CVM caracterizam-se com as principais instituições, em termos de regulação financeira, do mercado de títulos no Brasil.

A discussão quanto a segurança neste mercado está relacionada às questões institucionais, e não simplesmente relacionada a variação nos preços dos ativos (característica muito presente no mercado de títulos).

As funções básicas da CVM citadas anteriormente deixam claro este ponto. Promover medidas incentivadoras à canalização das poupanças ao mercado acionário, estimular o funcionamento das bolsas de valores e das instituições operadoras do mercado acionário, assegurar a lisura nas operações de compra e venda de valores mobiliários e dar proteção aos investidores de mercado. São funções que tem por objetivo tornar o ambiente institucional mais seguro para os participantes deste mercado, ou seja, a variação no valor dos ativos não é objeto da regulação financeira.

A tabela 14 a seguir, traz dados da variação anual percentual dos índices Ibovespa (principal índice de ações do Brasil) e *Dow Jones* (principal índice de ações dos Estados Unidos), para o período de 1997 a 2008. As ações são os ativos mais representativos do mercado títulos.

TABELA 14 – VARIAÇÃO ANUAL (%) - IBOVESPA E *DOW JONES* – 1997 A 2008

ANO	VAR ANUAL (%) IBOVESPA	VAR ANUAL (%) <i>DOW JONES</i>
1997	44,83	16,07
1998	-33,46	16,13
1999	151,92	22,85
2000	-10,72	-1,41
2001	-11,02	-7,95
2002	-17,00	-15,91
2003	97,33	29,25
2004	17,81	3,21
2005	27,71	2,17
2006	32,93	14,71
2007	43,65	5,10
2008	-41,22	-30,62

FONTE: BM&F BOVESPA E IPEADATA

A análise dos dados indica que a simples variação no valor dos ativos não é mesmo indicador de segurança. Essa idéia errônea é bastante comum, uma vez que os investidores sentem-se prejudicados frente às desvalorizações no valor dos títulos que compõem seus portfólios de investimentos, não compreendendo que oscilações no valor dos ativos é uma das principais características deste mercado.

Alguns dos principais indicadores de segurança no mercado de ações são, os direitos dos acionistas minoritários, as normas contábeis padronizadas às quais as empresas estão condicionadas e a eficiência do Judiciário.

Neste sentido, a regulação financeira brasileira tem evoluído significativamente. Nos últimos anos, várias alterações positivas foram feitas na legislação que rege as empresas de capital aberto e o mercado de títulos e valores mobiliários, com vistas ao fortalecimento da CVM (qualidade da regulação) e, sobretudo, a incentivar as empresas a adotarem práticas de governança corporativa mais adequadas e aumentar a proteção aos acionistas minoritários.

Incentivada pelos termos das Resoluções do CMN, que estabeleceram a ampliação das aplicações dos investidores institucionais em ações de empresas que cumpram as normas e regras das boas práticas de governança corporativa, a BM&F Bovespa criou a classificação de empresas de acordo com o chamado “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” (NDGC).

O grau de compromisso assumido pela empresa em relação ao NDGC irá classificá-la como sendo um empresa de Nível 1, Nível 2 ou o nível máximo, conhecido simplesmente como Novo Mercado.

De acordo com FORTUNA (2005, p. 607), “uma empresa classificada como Novo Mercado terá obtido este grau por ter assumido um maior compromisso com o conjunto de normas e práticas de governança corporativa, que compõem o regulamento dos NDGC como definidos pela BM&F Bovespa, do que as empresas classificadas como de Nível 2, e esta da mesma forma sobre a de Nível 1”.

Um dos mais importantes segmentos do mercado de títulos do Brasil, o de fundos de investimento, também apresenta um elevado nível de segurança, graças ao eficaz trabalho em termos de fiscalização e auditoria realizado pela CVM, e, principalmente, pelo sistema denominado marcação a mercado, ao qual todas as administradoras de fundos de investimento em operação no país estão sujeitas.

Instituída em 2002 pelas Instruções CVM n° 365 e n° 375, a marcação a mercado determina critérios de registro e avaliação contábil dos títulos e valores

mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento. Diariamente, todos os ativos são precificados de acordo com o seu valor de mercado, de forma padronizada, independentemente de qual instituição estejam custodiados, ou seja, ativos iguais terão exatamente o mesmo valor atribuído pela marcação a mercado, em absolutamente todas as instituições administradoras de fundos de investimento em funcionamento no Brasil.

O resultado final, é um segmento de fundos de investimento muito mais seguro e transparente para os investidores.

Desta forma, é possível sugerir que a regulação financeira brasileira esteja propiciando um ambiente seguro aos participantes do mercado de títulos, lembrando que variações no preço dos ativos negociados não estão relacionadas a segurança neste mercado, conforme explicado anteriormente.

Considerando os argumentos apresentados ao longo deste capítulo, é possível sugerir a conclusão de que a atual estrutura de regulação financeira brasileira apresenta significativa influência de modelos teóricos liberais de regulação (tendência crescente à partir do final da década de 1980), assim como apresenta também significativa influência de modelos teóricos ligados à falhas de mercado (tendência esta acentuada nos últimos anos). Quanto a questão da segurança proporcionada ao sistema financeiro pelo atual arcabouço regulatório, é possível sugerir que a regulação financeira brasileira tenha efetiva participação na questão da segurança do Sistema Financeiro Nacional, porém, é preciso considerar que esta tarefa é facilitada no mercado de crédito, devido ao ambiente que combina altas taxas de juros básicas, elevados *spreads* e oferta de crédito por instituições com controle do governo.

5. CONCLUSÃO

Com base nas discussões realizadas e nos dados apresentados ao longo do presente trabalho, é possível sugerir as seguintes conclusões.

Quanto aos princípios teóricos, apresentados no capítulo 2, pode-se concluir que a Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes defende menor intervenção e regulação no setor financeiro por parte de governos e órgãos reguladores, baseando-se na perspectiva de que as instituições financeiras podem, por si só, adotar procedimentos que levem a redução do risco de seus portfólios (o chamado conceito de adequação de capital). Um dos pilares de sustentação desta hipótese, diz respeito à forma como os agentes criam suas expectativas quanto ao mercado, expectativas racionais segundo aquela, onde a informação é livre e disponível da mesma forma a todos.

A questão quanto às informações é o principal ponto de divergência entre a Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes e as teorias de falhas de mercado. Para as teorias de falhas de mercado, o mercado financeiro apresenta vários problemas de informação, ou informações assimétricas como também são conhecidas. Estes problemas têm origem no diferencial ou ausência de informações nas relações entre os agentes, o que torna inviável a afirmação de que os agentes conseguem formular suas expectativas de forma racional, baseadas em iguais quantidades e qualidades de informações. Devido a isto, as teorias de falhas de mercado mostram-se contrárias a menores intervenções, defendendo a necessidade de políticas de regulação financeira que possam minimizar as assimetrias de informações, bem como reduzir os efeitos negativos e potencializar os efeitos positivos das externalidades geradas pelas atividades do setor financeiro, tornando o funcionamento do mercado mais próximo do conceito de eficiente.

A hipótese da instabilidade financeira também contraria a Hipótese dos Mercados Financeiros Eficientes, sendo favorável a maiores intervenções no mercado financeiro, porém, devido a dinâmica do mercado, esta maior regulação deve se manter em constante e permanente revisão. O papel da incerteza quanto à formação de expectativas dos agentes e a análise do processo permissivo de concessão de crédito do sistema bancário estão entre os principais argumentos desta teoria.

Quanto às finalidades da regulação financeira, também apresentadas no capítulo 2, demonstrou-se que as atividades do setor financeiro influenciam, de

maneira significativa e diversa, a economia como um todo, sendo possível e necessário, portanto, a implementação de políticas e normas de regulação, principalmente quanto à expansão do crédito e a manutenção da estabilidade financeira. São três as principais tipologias de regulação financeira apontadas pela literatura. A chamada regulação de condutas, que estabelece obrigações ou procedimentos para os agentes participantes do mercado financeiro, autorizando ou proibindo determinadas práticas. A chamada regulação sistêmica, que é voltada para a proteção do sistema financeiro como um todo, adotando mecanismos de conformação do mercado (redes de proteção, seguros de depósitos, gerenciamento de liquidez, etc...). E por fim, a chamada regulação prudencial, que baseia-se na criação de regras e no estabelecimento de estruturas de fiscalização e supervisão, com foco na adoção de políticas de gestão das atividades financeiras e de organização do mercado.

Quanto ao retrospecto da regulação financeira no Brasil, discutido ao longo do capítulo 3, foi concluído que desde o início do século XIX, até meados da década de 1960, observou-se uma regulação financeira bastante simplista se comparada aos padrões atuais, que acompanhava o nível de desenvolvimento do sistema financeiro da época. Não foi observada nenhuma influência teórica específica neste período, que ficou marcado pelo comportamento remediador da regulação.

A partir do início do século XX, foram observadas medidas que buscaram disciplinar, integrar e ampliar as margens de segurança da intermediação financeira no país. Estas medidas propiciaram o desenvolvimento das instituições financeiras. O sistema bancário apresentou significativas taxas de crescimento no período de 1914 a 1945.

De 1964 até o final da década de 1970, o Sistema Financeiro Nacional passou por uma verdadeira reestruturação, com o objetivo de modernizar as estruturas de regulação e supervisão. Neste período foi criada boa parte da estrutura de regulação ainda vigente no país, como o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. Com isso, foram criadas condições mais favoráveis ao crescimento do sistema financeiro, tendo sido observados aumentos substanciais nos ativos de boa parte das instituições financeiras. Além de desenvolver o mercado, as medidas adotadas aumentaram a segurança do sistema, pois foram fornecidos meios legais e monetários aos órgãos reguladores para que pudessem agir caso fosse necessário. Assim, é possível sugerir uma certa influência da hipótese da Instabilidade Financeira na formulação

de algumas medidas adotadas neste período.

Do início da década de 1980, até os primeiros anos da década de 1990, a regulação financeira no Brasil acentuou a adoção de práticas internacionais de regulação, caracterizadas por uma maior liberalização, com o objetivo de inserir a economia brasileira nos fluxos de recursos estrangeiros. De fato, foi observado um crescimento bastante significativo no fluxo de investimentos estrangeiros no país a partir do final da década de 1980. Importante é ressaltar que, apesar desta maior liberalização, a regulação financeira brasileira continuou avançando em termos de regulação sistêmica, realizando neste período uma atualização nos mecanismos de intervenção. Desta forma, é possível sugerir influência da Hipótese dos Mercados Financeiros Eficiente na formulação de algumas medidas adotadas neste período.

Em meados da década de 1990, a regulação financeira brasileira deparou-se com um ambiente econômico bastante diferente do observado até então. Depois de muitos anos, o sistema financeiro passaria a trabalhar num ambiente com a ausência da inflação, deixando claras algumas fragilidades deste sistema. Foram necessárias a criação de medidas especiais de saneamento ao setor bancário, que contribuíram para a mudança na composição deste setor. Foi neste mesmo período que o país adotou os elementos do Acordo de Basiléia I. A partir dos anos 2000, foram observadas uma série de medidas no sentido de melhorar a qualidade das informações envolvendo os participantes do mercado financeiro, sendo a grande redução observada nos índices de inadimplência, a partir de 2001, um dos possíveis benefícios desta melhoria. Com isso, é possível sugerir uma certa influência da teoria das falhas de mercado na formulação de algumas medidas adotadas neste período.

Fechando as discussões realizadas no capítulo 3, foi possível concluir que a regulação financeira brasileira efetivamente evoluiu ao longo das fases apresentadas. Nas fases inicialmente analisadas, foi possível perceber dentre os principais objetivos o de desenvolver os mercados financeiros, enquanto que, notadamente após a estabilização da economia, foram observadas medidas com o objetivo de corrigir possíveis falhas no funcionamento destes mercados financeiros. Importante é ressaltar que, em todas as fases analisadas, a regulação financeira brasileira buscou unir estes objetivos com a proteção do sistema financeiro.

Quanto a atual estrutura da regulação financeira brasileira, discutida ao longo do capítulo 4, é possível concluir que influências de teorias mais liberais de regulação, ou de maior desregulamentação, tem importante participação no atual

arcabouço regulatório brasileiro. A influência das teorias envolvendo questões relativas à falhas de mercado também vem tendo importante participação neste atual arcabouço, afirmação esta sustentada pelo histórico recente de adoção de medidas de regulação prudencial.

A divisão das atividades normativas e fiscalizadoras entre as instituições supervisoras, se dá pela atribuição de responsabilidade por mercados específicos. Neste sentido, o mercado mais relevante para o SFN é o Mercado Financeiro e de Capitais. São quatro as instituições responsáveis pela normatização e fiscalização deste mercado. O Conselho Monetário Nacional (CMN), responsável pela fixação das diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial do país. O Banco Central do Brasil, principal poder executivo das políticas traçadas pelo CMN. A Comissão de Valores Mobiliários, responsável pela normatização e controle do mercado de valores mobiliários. E por fim, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, responsável por julgar, em segunda e última instância os recursos interpostos das decisões relativas à aplicação de penalidades administrativas.

Quanto a segurança proporcionada ao sistema financeiro brasileiro pela atual estrutura de regulação financeira vigente no país, também discutida no capítulo 4, é possível sugerir que as instituições financeiras no Brasil correm menos risco que nos países desenvolvidos, pois conseguem obter bons níveis de rentabilidade com menores volumes de empréstimos e financiamentos, graças a combinação de altas taxas de juros básicas e elevado spread bancário. A questão de o governo controlar instituições financeiras que ofertam grande parte do crédito a setores chave da economia (BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) também deve ser considerada quanto a segurança do mercado de crédito. Desta forma, a segurança deste mercado no Brasil também pode estar ligada a este ambiente, e não somente às medidas de regulação financeira vigentes. Todavia, alguns argumentos evidenciam que a regulação financeira pode ter mesmo importante participação nesta questão da segurança, como no caso do mercado de crédito imobiliário, significativamente seguro devido às regras rígidas do Sistema Financeiro da Habitação.

No caso do mercado de títulos, é possível concluir que a regulação financeira brasileira tem evoluído nesta questão da segurança nos últimos anos, através de alterações positivas na legislação que rege as empresas de capital aberto e o mercado de títulos e valores mobiliários.

Fechando as discussões realizadas no capítulo 4, é possível sugerir que a

regulação financeira brasileira tenha efetiva participação na questão da segurança proporcionada ao Sistema Financeiro Nacional, e, para isso, o governo tem importante participação, não somente através das instituições supervisoras (CMN, Bacen e CVM), mas também através de instituições operadoras do (BNDES, Banco do Brasil e CEF).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, M.P. (org) et al. **A Ordem do Progresso**. Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889 – 1989. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

ANDIMA. **Histórico da Selic**. Disponível em: <www.andima.com.br/selic/index.asp>
Acesso em: 03 jan. 2009.

ANDREZO, A.F.; LIMA, I.S. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo: Pioneira, 2002.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Cosif**. Disponível em: <www.bcb.gov.br/?cosif>
Acesso em: 10 jan. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Crédito Imobiliário no Brasil**. Disponível em :
<www.bcb.gov.br/pre/Credito_imobiliário/pdf/> Acesso em 11 mai. 2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Decreto-Lei nº 2.321/1987**. Disponível em:
<www.bcb.gov.br/htms/Deres/legis/dlei2321.asp.idpai=lqleg> Acesso em: 10 jan. 2009.

BELLUZZO, L.G.M.; COUTINHO, R. **Desenvolvimento Capitalista no Brasil: Volume 1**. São Paulo: Editora Brasiliense, 1982.

BELLUZZO, L.G.M.; COUTINHO, R. **Desenvolvimento Capitalista no Brasil:** Volume2. São Paulo: Editora Brasiliense, 1983.

BLANCHARD, O. **Macroeconomia.** São Paulo: Prentice Hall, 1999.

CANUTO, O.; LIMA, G.T. **Crises bancárias, redes de segurança financeira e currency boards em economias emergentes.** Texto para Discussão Unicamp nº 83, 1999.

CANUTO, O.; LIMA, G.T. Redes de Segurança Financeira e Crises Bancárias em Economias Emergentes. In: SOBREIRA, R. (org) et al. **Regulação Financeira e Bancária.** São Paulo: Atlas, 2005.

CARVALHO, F.J.C. et al. **Economia Monetária e Financeira:** teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARVALHO, F.J.C. Inovação Financeira e Regulação Prudencial: da Regulação de Liquidez aos Acordos de Basiléia. In: SOBREIRA, R. (org) et al. **Regulação Financeira e Bancária.** São Paulo: Atlas, 2005.

CASTRO, L.B.de. Esperança, Frustração e Aprendizado: A História da Nova República (1985 – 1989). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (org) et al. **Economia Brasileira Contemporânea (1945 – 2004).** Rio de Janeiro: Elseveir, 2005.

DATAPREV. **Decreto-Lei nº 2.286/1986.** Disponível em: <www3.dataprev.gov.br/sislex.paginas/24/1986/2286.htm> Acesso em: 10 jan. 2009.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S. **Macroeconomia.** 5.ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

FAMA, E.F. **Efficient Capital Markets:** A Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance, volume 25: Dezembro 1969.

FERNANDES, A.A.G. **O Sistema Financeiro Nacional Comentado.** São Paulo: Saraiva, 2006.

FERRARINI, G. **European Securities Markets**: the investment services directive and beyond. Londres: Kluwer Law International, 1998.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro**: Produtos e Serviços. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FREITAS, M.C.P. Racionalidade da Regulamentação e Supervisão Bancária: Uma Interpretação Heterodoxa. In: SOBREIRA, R. (org) et al. **Regulação Financeira e Bancária**. São Paulo: Atlas, 2005.

FREITAS, M.C.P. **Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros**: um estudo comparado. São Paulo: Fapesp Edições Fundap, 2005.

FRITSCH, W. Apogeu e Crise na Primeira República: 1900 – 1930. In: ABREU, M.P. (org) et al. **A Ordem do Progresso**. Cem Anos de Política Econômica Republicana 1889 – 1989. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M.M. (org) et al. **A Economia Brasileira nos Anos 90**. 1. ed. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (org) et al. **Economia Brasileira Contemporânea (1945 – 2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GOLDSMITH, R.W. **Brasil 1850 – 1984**: Desenvolvimento Financeiro sob um Século de Inflação. São Paulo: Harbra, 1986.

GREMAUD, A.P.; TONETO JUNIOR, R.; VASCONCELLOS, M.A.S. **Economia Brasileira Contemporânea**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUIMARÃES, C.G. **O Império e o Crédito Hipotecário na Segunda Metade do Século XIX**: Os Casos do Banco Rural e Hipotecário do Rio de Janeiro e do Banco Comercial e Agrícola na Década de 1850. Disponível em: <books.google.com.br> Acesso em: 29 nov. 2008.

HERMANN, J. Reformas, Endividamento Externo e o “Milagre” Econômico. In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (org) et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945 – 2004). Rio de Janeiro: Elseveir, 2005.

HERMANN, J. Auge e Declínio do Modelo de Crescimento com Endividamento: O II PND e a Crise da Dívida Externa (1974 – 1984). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (org) et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945 – 2004). Rio de Janeiro: Elseveir, 2005.

HERRING, R.J.; LITAN, R.E. **Financial Regulation in the Global Economy**. Washington: The Brookings Institution, 1995.

HOWELLS, P.; BAIN, K. **Economia Monetária: moedas e bancos**. Rio de Janeiro: LTC, 2001.

ÍNDICE FUNDAMENTAL DO DIREITO. **Código Comercial de 1850 Artigos 119 e 120**. Disponível em: <www.dji.com.br/codigos/1850> Acesso em: 29 nov. 2008.

LASTRA, R.M. **Banco Central e Regulamentação Bancária**. Belo Horizonte: Del Rey, 2000.

LIMA, G.T. Evolução Recente da Regulação Bancária no Brasil. In: SOBREIRA, R. (org) et al. **Regulação Financeira e Bancária**. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, J.C.; ROSSETTI, J.P. **Economia Monetária**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MELLO NETO, M.R. **Regulação Prudencial do Sistema Bancário no Brasil: Requisitos de Capitalização e Classificação de Risco**. Dissertação de Mestrado Universidade Federal Fluminense. Niterói, 2006.

MENDONÇA DE BARROS, J.R. et al. **Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro**. Disponível em: <www.bovespa.com.br/pdf/mercado_capitais_desafios.pdf> Acesso em: 25 abr. 2009.

MINSKY, H.P. **Stabilizing an Unstable Economy**. Yale: New Haven, 1986.

MINSKY, H. P. **Integração financeira e política monetária**, in *Economia e Sociedade*, no. 3, dez. 1994.

MOREIRA, V. **Auto-Regulação Profissional e Administração Pública**. Coimbra: Almeida, 1997.

PINDYCK, R.S.; RUBINFELD, D.L. **Microeconomia**. 5.ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

PELÁEZ, C.M.; SUZIGAN, W. **Economia Monetária: Teoria, Política e Evidência Empírica**. São Paulo: Atlas, 1978.

PRADO JUNIOR, C. **História Econômica do Brasil**. 20. ed. São Paulo: Brasiliense, 1976.

PUGA, F.P. Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade à Crise Cambial. In: GIAMBIAGI, F.; MOREIRA, M.M. (org) et al. **A Economia Brasileira nos Anos 90**. 1. ed. Rio de Janeiro: BNDES, 1999.

SOBREIRA, R. (org) et al. **Regulação Financeira e Bancária**. São Paulo: Atlas, 2005.

SOCHACZEWSKI, A.C. **Desenvolvimento Econômico e Financeiro do Brasil: 1952 – 1968**. São Paulo: Trajetória Cultural, 1993.

SOCIETÁRIO. Lei nº **6.024/1974**. Disponível em: www.societario.com.br/lei6024.php Acesso em: 03 jan. 2009.

STIGLITZ, J. **Rumo a um Novo Paradigma em Economia Monetária**. São Paulo: Francis, 2004.

TAVARES, M.C. **Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil**. 2.ed.

Campinas: Editora da Unicamp, 1986.

VASCONCELOS, M, R.; STRACHMAN, E.; FUCIDJI, J.R. **Liberalização e Desregulamentação Bancária**: motivações, conseqüências e adaptações. Nova Economia, volume 13: Janeiro 2003.

VIANNA, S.B.; VILLELA, A. O Pós- Guerra (1945 – 1955). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A. (org) et al. **Economia Brasileira Contemporânea** (1945 – 2004). Rio de Janeiro: Elseveir, 2005.

YAZBEK, O. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

