

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS**

**ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**CURSO DE MESTRADO EM ECONOMIA**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**APRESENTADA POR**

**RENÊ DE OLIVEIRA GARCIA Jr.**

**“ A RECONSTRUÇÃO DO MARCO REGULATÓRIO DO SISTEMA  
FINANCEIRO DO BRASIL: OS MERCADOS DE CAPITAIS, DE  
SEGUROS E PREVIDÊNCIA PRIVADA”**

**PROFESSOR ORIENTADOR ACADÊMICO**

**ALOÍSIO PESSOA DE ARAÚJO**

**“ A RECONSTRUÇÃO DO MARCO REGULATÓRIO DO SISTEMA  
FINANCEIRO DO BRASIL: OS MERCADOS DE CAPITAIS, DE  
SEGUROS E PREVIDÊNCIA PRIVADA”**

Dissertação de Mestrado apresentada como  
requisito parcial à obtenção do grau de Mestre  
em Economia, junto ao Curso de Pós-Graduação  
em Economia, da EPGE da Fundação Getulio  
Vargas

**Rio de Janeiro**

**2003**

## **DEDICATÓRIA**

Para as quatro Marias da minha vida:

Maria José, Rita Maria, Eline Maria e Elena Maria.

## **AGRADECIMENTOS**

Este trabalho de pesquisa só foi possível ser desenvolvido graças ao apoio institucional do Banco Central do Brasil, na pessoa de seu ex-presidente, Dr Arminio Fraga Neto, e de seu ex-diretor de Pesquisa, Dr Sergio Ribeiro da Costa Werlang. Em particular, agradeço ao Consultor da Autarquia, Dr Carlos Alberto Queiroz, e às secretárias Leila Maria, Cleyde, Flavia e Jussara, pelo estímulo, apoio e dedicação.

Devo também agradecer as opiniões e as críticas do a época, Secretário de Política Econômica, Dr. Edward Amadeo, bem como do advogado Luis Carlos Stutzeneger e a ajuda, leitura e comentários do Economista Lauro Flavio Vieira de Faria.

Meu agradecimento especial ao amigo e professor Aloísio Araújo, pelas horas de conversa e opiniões, sempre construtivas, e o estímulo dado, sem os quais teria sido impossível o êxito na confecção deste trabalho.

Por fim, meu mais sincero agradecimento ao amigo Sergio Werlang, pessoa, cujo exemplo de postura acadêmica e inteligência, tem sido meu referencial ao longo de mais de duas décadas de amizade. Do mesmo modo, agradeço ao Dr Cláudio Contador por aceitar fazer parte da comissão julgadora desta dissertação, assim como pelas excelentes observações feitas, que contribuíram de forma positiva para a melhora da qualidade deste trabalho.

## ABSTRACT

The major objective of this paper is to identify, in the light of economic theory and of recent Brazilian and foreign institutional experiences, the best alternative for the reform of the regulatory framework of the domestic financial system, encompassing capital markets, insurance and private complementary social welfare.

This paper is divided into four sections: in the first part, we identify the changes in the international and domestic financial systems, currently in an accelerated process of integration (search for similar rules and standards) and convergence (leveling of operational procedures).

Next, we evaluate the potential impact of this new environment upon Brazilian economic development. In the second part, we analyze the concept of financial markets efficiency, where a contractualist view of the relationship involving suppliers and consumers of financial services is exposed. We also identify the major differences of focus among the several trends of regulation of the capital markets, insurance and private complementary social welfare

In the third part, we present the concepts and the functions of a typical regulatory agency and alternative models of market regulation. In particular, we explore the differences between a regulatory model in which there are several regulatory agencies, each acting in segmented markets, as opposed to one in which there is single agency that regulates, supervises and oversees all the indicated markets. In the forth and last part, we analyze the Brazilian case, attempting to identify, in the view of economic theory and recent experiences in other countries of the world, the best alternative for reforming present legislation.

The basic recommended conclusion is to undertake studies that lead to the establishment of a single regulatory agency, congregating the functions currently performed by the Brazilian Securities Commission (CVM), the Superintendency of Private Insurance (Susep) and the Secretariat of Complementary Welfare (SPC).

|                                                         |    |
|---------------------------------------------------------|----|
| SUMÁRIO .....                                           | 8  |
| 1 - Introdução .....                                    | 9  |
| 2 – Desenvolvimento Econômico e Sistema Financeiro..... | 14 |
| 3 – A Teoria dos Mercados Eficientes .....              | 16 |

|                                                                                                                                                                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 4 – A Teoria Da Formação de Preços nos Mercados de Valores Mobiliários (“Securities”) .....                                                                                                                      | 20  |
| 5 – O Conceito de Assimetria Informacional .....                                                                                                                                                                 | 22  |
| 5.1 – Assimetria Informacional e a Economia dos Contratos.....                                                                                                                                                   | 26  |
| 5.2 – A Oferta de Serviços Financeiros e o Papel da Intermediação .....                                                                                                                                          | 28  |
| 6 – A Estrutura Financeira da Firma: o Papel do Custo de Capital para o Valor das Companhias .....                                                                                                               | 50  |
| 7 – A Globalização e o Custo do Capital.....                                                                                                                                                                     | 54  |
| 8 – Comparando Sistemas Financeiros .....                                                                                                                                                                        | 56  |
| 9 – A Regulação e o Papel do Estado .....                                                                                                                                                                        | 57  |
| 9.1 – A Regulação de Mercados Financeiros.....                                                                                                                                                                   | 60  |
| 9.3 – A Regulação da Condução dos Negócios .....                                                                                                                                                                 | 73  |
| 10 – Objetivos de uma Agência Reguladora Para um Novo Mercado Financeiro (Capitais, Seguros e Previdência) .....                                                                                                 | 78  |
| 11 – Regulação e a Governança Corporativa.....                                                                                                                                                                   | 79  |
| 12 - O NOVO MERCADO DE CAPITAIS, SEGUROS E PREVIDÊNCIA. ....                                                                                                                                                     | 80  |
| 13 – Repensando a Natureza dos Serviços Financeiros.....                                                                                                                                                         | 89  |
| 14 – Eficiência Regulatória NO Mercado de Valores Mobiliários .....                                                                                                                                              | 92  |
| 15 – O Mercado de Seguros: Regulamentação e Sinergias .....                                                                                                                                                      | 101 |
| 16 – Convergência de Serviços Financeiros e conflitos regulatórios .....                                                                                                                                         | 108 |
| 17 – Influências da Nova Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional sobre o Brasil.....                                                                                                                     | 116 |
| 18 – Racionalidade Econômica da proposta de criação de uma Agência Única de Fiscalização de Serviços Financeiros Envolvendo os Mercados de Capitais, de Seguros, de Capitalização e de Previdência PRIVADA. .... | 123 |
| 18.1 – Fundamentos para a Construção de um Modelo de Regulação Financeira Integrada .....                                                                                                                        | 126 |
| 19 – O Processo de Organização de um Arcabouço Regulatório para uma Agência Reguladora Única .....                                                                                                               | 142 |
| 20 – A Construção de um Novo Modelo Regulatório para o Brasil.....                                                                                                                                               | 148 |
| 20.1. Os Antecedentes Históricos. ....                                                                                                                                                                           | 148 |
| 20.2. Um novo modelo regulatório e a influência sobre a competitividade no Brasil.....                                                                                                                           | 158 |
| 20.3. A Dinâmica das Ações.....                                                                                                                                                                                  | 159 |
| 20.4. Fundamentos para a construção do novo arcabouço regulador. ....                                                                                                                                            | 167 |
| 20.5. A experiência internacional e as lições para o Brasil . ....                                                                                                                                               | 169 |
| 21 – Conclusão: Sugestões de política de regulação para os mercados de valores mobiliários, seguros, previdência privada e de gestão e administração de recursos financeiros. ....                               | 174 |
| Apêndice 1 .....                                                                                                                                                                                                 | 177 |
| Apêndice 2 : .....                                                                                                                                                                                               | 181 |

## **INDICE DE TABELAS**

|                                                                                                            |    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1 – Distribuição dos Investimentos Estrangeiros nos Estados Unidos – 1830-1880 (Em US\$ Milhões)... | 43 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|

|                                                                                                                            |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Tabela 2 – Percentual de Investimentos Britânicos sob o Total de Investimentos Estrangeiros nos Estados Unidos (Em %)..... | 43  |
| Tabela 3 – Número de Companhias Norte-Americanas Listadas nas Bolsas de Nova Iorque e Londres – 1870-1910.....             | 44  |
| Tabela 4 – Participação dos Ativos das Companhias do País sobre o Total de Ativos Nacionais (Em %).....                    | 44  |
| Tabela 6 – Fusões e Aquisições no Setor Bancário .....                                                                     | 108 |
| Tabela 10. Comparação entre Mercados.....                                                                                  | 167 |

## INDICE DE GRÁFICOS

|                                                                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1 – Número de bancos comerciais nos Estados Unidos .....                                                               | 82 |
| Gráfico 2: Receitas não vinculadas a juros como % das receitas líquidas de juros nos bancos comerciais dos Estados Unidos..... | 83 |
| Gráfico 3: Número de falências bancárias nos Estados Unidos da América .....                                                   | 83 |

## ANEXOS

|                                                                  |     |
|------------------------------------------------------------------|-----|
| Grupo I.....                                                     | 173 |
| Grupo II.....                                                    | 175 |
| Grupo III .....                                                  | 178 |
| Quadro I Relação de Países por tipo de organismo supervisor..... | 181 |

## SUMÁRIO

O objetivo principal deste trabalho foi identificar, à luz da teoria econômica e das recentes experiências institucionais brasileiras e as vivenciadas em diferentes países do mundo, a melhor alternativa para reforma do atual marco regulatório do sistema financeiro nacional (mercados de capitais, de seguros e de previdência privada).

O trabalho foi dividido em quatro partes: na primeira parte, foi identificado as principais mudanças em curso no sistema financeiros internacional e nacionais, atualmente, em processo acelerado de integração (busca de padrões e regras semelhantes) e convergência (isonomia nos procedimentos operacionais), em seguida avalia os impactos potenciais deste novo ambiente sobre o desenvolvimento econômico do Brasil. Na segunda parte, analisamos o conceito de eficiência em mercados financeiros, onde foi exposta a visão contratualista da relação envolvendo ofertantes e consumidores de serviços financeiros bem como revelamos as principais diferenças de enfoque entre as diversas vertentes de regulação dos mercados de capitais, de seguro e de previdência privada. Na terceira parte, apresentamos os conceitos e as funções de uma agência de regulação típica e os modelos alternativos de regulação de tais mercados. Em destaque procuramos, apresentar as diferenças entre o modelo de regulação envolvendo várias agências, operando em mercados segmentados, e o de uma única agência que, regule, supervisione e fiscalize todos os mercados citados. Na quarta e última parte, analisamos o caso brasileiro, procurando identificar, à luz da teoria econômica e das recentes experiências em curso em diferentes países do mundo, a melhor alternativa para reforma da atual legislação que rege os mercados em estudo.

A conclusão básica do estudo foi que seria recomendável envidar estudos que levassem a criação de uma agência de regulação única, congregando as atuais funções exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (Susep), Secretaria de Previdência Complementar (SPC).

## **1 - Introdução**

Ao longo da última década, o sistema financeiro internacional passou por um intenso processo de transformações estruturais, no qual se destacam as influências derivadas de dois fatores. O primeiro foi a unificação monetária na União Européia e a conseqüente criação do “euro” e o segundo, as recentes mudanças na legislação bancária norte-americana que possibilitaram aos intermediários operarem em diversos setores simultaneamente. Juntos, esses dois eventos colaboraram para o desenvolvimento de um mercado global de ativos financeiros bem como contribuiriam para a transformação profunda da natureza da prestação dos serviços financeiros com destaque para os seus efeitos sobre as atividades de seguros e resseguros.

As instituições financeiras, antes limitadas às fronteiras nacionais ou regionais, foram transformadas em instituições universais de prestação de serviços financeiros. A globalização financeira estimulou a criação de novas alternativas de investimentos e a conseqüente ampliação das fontes de captação de recursos para as companhias. O uso mais intensivo de serviços financeiros e de derivativos sobre valores mobiliários contribuiu para o desenvolvimento de operações envolvendo a securitização de ativos e as combinações de derivativos sobre ativos financeiros em contratos de seguros. O fim da segmentação da atividade bancária gerou como conseqüência o aparecimento de mercados financeiros integrados e convergentes, onde a oferta de produtos e serviços tem, freqüentemente, características híbridas. Da mesma forma, uma mudança importante encontra-se em curso na oferta da prestação de serviços financeiros, a antiga sistemática de tratamentos personalizados, foi substituída por relações contratuais formais e impessoais, o que exige por parte dos agentes reguladores de uma maior preocupação com a tipificação de funções, direitos e obrigações em ações que envolvam de um lado instituições financeiras, gestores, administradores, controladores, investidores e de outro consumidores de serviços financeiros.

No novo mercado, propriedades típicas de ativos mobiliários são adicionadas a produtos até então qualificados como serviços anteriormente qualificados como produtos bancários ou atividades de seguros. E, em decorrência do crescente processo de

desregulamentação, a administração dos fundos de previdência privada se aproxima da dos fundos mútuos de investimentos. As principais diferenças entre tais modalidades de fundos se encontram, primeiro, no tratamento fiscal (por exemplo, a existência de benefícios fiscais no caso dos fundos previdenciários) e, segundo, na presença de custos elevados associados à saída de posições, às restrições à livre mobilidade entre ativos ou, ainda, limites para a constituição de carteiras mais agressivas (principalmente, naqueles fundos vinculados ou tipificados como entes de acumulação de renda com objetivos previdenciários).

No ambiente de rápida convergência dos ativos financeiros para categorias uniformes, as diferenças principais são fixadas pelo aparato regulatório, que especifica o conteúdo mínimo de informações relevantes sobre a natureza das operações, o grau de risco associado e a garantia de transparência nos atos de gestão. Esta envolve, simultaneamente, atividades típicas dos bancos comerciais, de investimento, segurador e companhias e gestores de recursos. Igual conjunto informacional também deve ser disponibilizado pelas companhias ou pelos órgãos do sistema de distribuição de serviços (corretoras e distribuidoras) quando ocorrem assimetrias informacionais entre agentes e principais (investidores e consumidores de serviços). Os administradores de recursos e gestores de fundos devem dispor de diferentes instrumentos analíticos para a avaliação dos riscos envolvidos nas posições assumidas. A razão de tais preocupações é que a natureza dos serviços financeiros difere da encontrada nos serviços tradicionais: distorções comportamentais dos ofertantes daqueles serviços podem colaborar para o desenvolvimento de assimetrias informacionais ou para a realização de operações com probabilidades de ocorrência de riscos sistêmicos, cujos impactos sobre a alocação da poupança e o crescimento econômico de um país são notoriamente negativos.

Um segundo conjunto de preocupações regulatórias está relacionado aos instrumentos de defesa dos direitos de investidores e consumidores frente aos entes do mercado nas relações que envolvam a adesão a contratos de prestação de serviços financeiros. Contratos financeiros, por sua própria natureza, são arriscados, pois se plasam no futuro, onde prevalece o imponderável. Daí a sua dependência da *bonna fide* e a importância da existência de meios

legais efetivos para o fiel exercício do cumprimento das obrigações contratuais, contraídas na relação de prestação de serviços financeiros ou a defesa de pactos ou direitos provenientes de "contratos societários".

Como se sabe, ao longo dos últimos anos, o Brasil empreendeu processos de abertura ao exterior, estabilização monetária e redução da presença do Estado como empresário. Entretanto, tais transformações ainda não foram suficientes para recuperar as altas taxas de crescimento econômico que foram a marca da economia brasileira até o início da década de 80. Prova disso é que, medida a preços constantes, a taxa de investimento passou de 18,3% do PIB, na média de 1980-90, para 15% do PIB, entre 1991 e 2001 (dados do IPEA). Observa-se, pois, que ainda faltam condições para o pleno aproveitamento de toda a gama de projetos e alternativas de inversões disponíveis na economia brasileira. Para além das reformas macroeconômicas consensualmente vistas como necessárias, cabe notar que a otimização de aproveitamento de tais alternativas somente é factível quando o mercado tem a sua disposição um amplo conjunto de instrumentos de defesa dos investidores e aplicadores em títulos e/ou ativos financeiros, protegendo, preferencialmente, os consumidores de serviços financeiros. É aí, no plano microeconômico, que se insere a proposta de mudança no modelo regulatório do sistema financeiro nacional, objeto de nosso estudo.

Diversos trabalhos de pesquisa econômica acerca de vários países do mundo já apontaram para a existência de uma forte correlação entre desenvolvimento de sistemas financeiros e desenvolvimento econômico. A eficiência do sistema financeiro se mede pela capacidade de transformação da poupança da sociedade em investimentos produtivos, constituindo tal transformação a razão de existência dos intermediários financeiros e dos mercados de capitais, bancário e de seguros. O mercado como um todo deve ser capaz de prover produtos ou serviços financeiros - com características de fundos de investimentos, opções sobre ativos, e outras opções de investimentos - que ofereçam alternativas completas aos demandantes e preencham as necessidades dos aplicadores na disponibilização da poupança nacional.

Porém, a oferta de instrumentos financeiros em grande escala só possível quando a regulação estatal — entendida como o conjunto de normas e regras para a fiscalização, supervisão e monitoramento do mercado — é capaz de garantir o equilíbrio informacional entre os participantes. É especialmente importante que o Estado defenda a integridade dos mercados sob sua supervisão de modo a que seja possível o aproveitamento de todo o conjunto das oportunidades disponíveis num quadro em que prevaleçam critérios rígidos de solvabilidade das instituições e nos mecanismos de garantia ao bom funcionamento dos mercados.

Em vários países do mundo, a regulação estatal dos mercados de capitais, seguros e previdência privada tem sido alvo de mudanças de escopo e enfoque. Essa mudança tem ocorrido como resposta aos processos globalização do mercado de ativos e serviços financeiros. As principais mudanças dizem respeito à integração dos diversos órgãos de regulação que, antes, (eram a) segmentados por áreas de atuação, b) orientados para a regulação de atividades e produtos com características pouco mutáveis e c) ofertados em ambiente de baixa competição, com restrições à plena mobilidade e limites à oferta cruzada de serviços para mercados integrados.

O modelo tradicional está sendo substituído por ambientes regulatórios que estimulam a integração do mercado local com o global, assegurando direitos e obrigações e protegendo investidores e consumidores. Acredita-se que tais atributos contribuam para a existência de uma situação estável em que, no processo de formação de preços dos ativos, os agentes econômicos tem acesso a todas as informações relevantes para a tomada de decisão de compra ou venda e os custos e as restrições operacionais não afetam as posições dos investidores ou consumidores. *Ceteris paribus*, essa conjugação de forças têm colaborado para que os sistemas de intermediação financeira se tornem mais eficiente, com efeitos positivos sobre a alocação da poupança e sobre o processo de desenvolvimento econômico.

O Brasil, a despeito de contar com legislação abundante e sistema diversificado de regulação de mercados de valores mobiliários, de seguros e de previdência, ainda não conseguiu

desenvolver um sistema financeiro onde produtos e serviços financeiros são ofertados em condições que compatibilizem os interesses dos diversos atores e, ao mesmo tempo, assegurem um ambiente de proteção aos investidores. Ou seja, um mercado financeiro que corresponda aos anseios de maximização dos benefícios do segmento demandante, resguardados os do segmento ofertante (instituições financeiras, companhias seguradoras, planos de previdência privada e administradores e gestores de investimentos), e proporcione uma alteração estrutural na alocação da poupança, transformando-a em fonte permanente de eficiência econômica com impactos decisivos sobre o processo de desenvolvimento econômico.

Conforme análise da experiência internacional, resulta claro que, no Brasil, sobressai a inexistência de um ambiente regulatório que assegure aos investidores e consumidores de serviços financeiros condições para o pleno exercício de seus direitos. Para que isso ocorra, cabe implementar uma reforma do sistema regulatório que afirme, inicialmente, a autonomia operacional, financeira e orçamentária, dos órgãos reguladores. A concessão de tal autonomia deve ser estabelecida de par com a fixação de metas de desempenho, transparência nos atos praticados e a assunção de responsabilidades compartilhadas entre a(s) agência(s) de regulação e os entes regulados. Ademais, a eficiência na condução da regulação exige a integralização das responsabilidades em entidades com objetivos claros e bem definidos. No exercício das atividades de fiscalização e supervisão de mercados, os órgãos reguladores devem ser dotados de uma visão “estrutural”, em conformidade com as novas características dos mercados nos quais os serviços financeiros são ofertados de forma integrada pelos diversos entes do sistema.

Isto posto, a recomendação principal do estudo é que, mercê de ampla reforma no aparato legal que rege a atual estrutura regulatória dos mercados de capitais, de seguros e de previdência privada, seja estimulado os estudos e o debate legislativo voltados para a criação de uma única agência, que seja responsável pelas funções de regulação, supervisão e fiscalização desses mercados em substituição às agências segmentadas atuais. A reforma deveria aperfeiçoar os direitos dos consumidores de serviços financeiros e dos investidores e a unificação de tais funções em um único órgão regulador, por assegurar e garantir maior

proteção aos investidores, constituiria um forte estímulo para o aumento da competitividade e da eficiência dos mercados financeiro, segurador e de capitais do Brasil.

## **2 – Desenvolvimento Econômico e Sistema Financeiro**

Diversos trabalhos de pesquisa econômica, aplicados a vários países, já apontaram a existência de uma correlação positiva e de primeira ordem entre desenvolvimento de sistemas financeiros e desenvolvimento econômico. A atenção especial concedida aos mercados financeiros se deve ao fato de que, dentre todos os setores da economia, são eles que, em geral, conseguem uma adaptação mais rápida à nova realidade de um mercado globalizado e não segmentado de ativos financeiros. A eficiência na resposta a situações de desequilíbrio por parte dos mercados financeiros tem obrigado os governos de vários países a analisarem as conseqüências desse processo sobre a economia real, incentivando as pesquisas voltadas para a identificação de elementos empíricos que confirmem a existência e a intensidade da citada correlação positiva entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico de um país bem como da conectividade entre os fatores de crescimento econômico de um país isolado e os movimentos da economia global. Além disso, é preciso saber se existe uma relação de causalidade estável entre as variáveis em estudo e, em caso positivo, se é factível a identificação da direção da relação.

As evidências revelam que os indicadores de desenvolvimento financeiro constituem, de fato, um bom sinalizador do comportamento da trajetória futura das taxas de crescimento da economia sendo também responsáveis por mudanças nos níveis de poupança, com efeitos diretos sobre a eficiência alocativa do capital, ou seja, contribuem significativa e positivamente ao processo de acumulação do capital. Os potenciais efeitos de segunda geração estão relacionados com a definição, o uso e a intensidade da combinação de algumas tecnologias. As abordagens comparativas entre países (do tipo *cross-country*<sup>1</sup>) documentam períodos extensos em que a presença de um sistema financeiro desenvolvido (Allen e Gale, 1999), ou sua ausência,

---

<sup>1</sup> Estatísticas comparativas de e entre variáveis selecionadas de países.

contribuiu de forma significativa para a explicação e a determinação da velocidade e da trajetória da taxa de crescimento e do próprio padrão de desenvolvimento econômico de um determinado país. No entanto, os estudos efetuados recentemente não são conclusivos quanto à existência de co-integração entre as variáveis ou no que diz respeito à consistência da relação de causalidade (Wallace, 1988; Allen e Gale, 1994, 1998a, 1998b e 1998c).

Na literatura econômica, a intensidade e as razões de influência recíproca entre sistema financeiro e crescimento econômico estão relacionadas a vários fatores. Em primeiro lugar, a existência de um sistema financeiro desenvolvido facilita a negociação e a *precificação* de ativos, pois colabora para diminuir o risco financeiro dos negócios (*hedge*); em segundo lugar, contribui para a diversificação dos riscos, em suas diversas modalidades; e, por último, ajuda no monitoramento mais eficaz da gestão e da governança corporativa das companhias (Brancato, 1997; Chew, 1997; Blair, 2000). Em uma dimensão macroeconômica (Tobin, 1998), o próprio sistema de trocas na economia torna-se mais eficiente na presença de sistemas financeiros e de mercados de capitais.

Nas avaliações tradicionais sobre a natureza da eficiência dos mercados, encontramos freqüentemente referências às seguintes características microeconômicas associadas com a existência de mercados financeiros eficientes:

- **Baixo custo de transação e informação;**
- **Elevado grau de concorrência de produtos e serviços;**
- **Elevada contestabilidade (possibilidade da entrada de novos ofertantes de serviços);**
- **Segurança nas negociações e transferências de fundos;**
- **Correta *precificação* de ativos e passivos;**
- **Elevada liquidez nos ativos negociados e existência de condições para a arbitragem entre mercados;**

- **Atomicidade dos agentes;**
- **Perfeita mobilidade de capital;**
- **Inexistência de barreiras à entrada e saída dos mercados e entre mercados;**
- **Monitoramento regulatório adequado e eficiente; e...**
- **Tributação neutra.**

### **3 – A Teoria dos Mercados Eficientes**

A exploração desses conceitos, contudo, não é suficiente para o desenvolvimento de uma teoria consistente sobre a formação de preços dos ativos e serviços nos mercados financeiros ou de capitais, dada a presença de elevada circularidade entre a formulação e a definição do que os participantes do mercado, de forma empírica, entendem como eficiência. O termo eficiência pode ser utilizado em vários contextos, tanto para definir características operacionais objetivas como para aspectos envolvidos no processo de formação dos preços dos ativos .

A eficiência operacional está associada a custos baixos de transação, isto é, aqueles relacionados à intermediação de títulos e ativos. Em mercados eficientes do ponto de vista operacional, a incidência de corretagens sobre as transações deve ser neutra e os efeitos da intermediação e da incidência de impostos não podem alterar a formação dos preços dos ativos. Já o conceito de eficiência de formação de preços está relacionado com o atributo básico da existência de mercados, o que significa que os preços dos ativos em qualquer momento do tempo devem refletir todo o conjunto de informações relevantes e disponíveis aos participantes.

Para a elaboração de uma teoria sobre a natureza dos mercados eficientes, Sharpe (1964) e Linter (1965) desenvolveram um instrumental teórico mais consistente. A metodologia utilizada pelos dois autores foi construída e desenvolvida a partir do arcabouço teórico do que se convencionou chamar na literatura de *hipótese de eficiência de mercados* (HEM), cuja

formulação parte da premissa de que todas as informações relevantes que afetem a formação do preço ou o valor de ativos financeiros e valores mobiliários (*securities*) estão sendo usadas a cada momento para *precificar* ou avaliar o preço do ativo em mercado.

Sendo assim, na formação dos preços dos ativos financeiros nos mercados encontra-se expresso todo o conjunto de informações disponíveis, relevantes ou não. Portanto, nenhum agente, de forma isolada, é detentor de alguma informação que possa alterar o preço de equilíbrio de qualquer tipo de ativo negociado. Em outras palavras, em um mercado dito eficiente, não existem informações relevantes desperdiçadas.

Para uma formulação do conceito de eficiência de mercado, cumpre definir primeiro o que significa a expressão “o preço reflete todas as informações” (Fama, 1970) e depois no que consiste “informação relevante”. A primeira está associada ao retorno esperado com a aquisição de um ativo financeiro (valor presente do fluxo de dividendos acrescido do preço do ativo esperado no futuro, sendo ambos divididos pelo preço da aquisição do ativo). A segunda está relacionada com o que Fama (1971) qualificou de eficiência sob as formas fraca, semiforte e forte.

- 1) *Forma Fraca* – É a hipótese que considera que os preços correntes dos ativos financeiros contêm todas as informações que compradores e vendedores podem obter a partir das negociações ocorridas no passado, do acompanhamento dos preços históricos ou da análise dos volumes transacionados, sendo essas informações perfeita e publicamente disponíveis e a custos desprezíveis. Nenhum comprador ou vendedor de ações, títulos ou portfólios representativos de títulos pode obter qualquer retorno além do normal ou qualquer benefício adicional ajustado pelo risco tomado.
- 2) *Forma Semiforte* – Significa que o preço de um ativo financeiro reflete todo o conjunto de informações públicas (algo além do que as informações contidas nos preços e nas transações com os ativos).

3) *Forma Forte* – Seria a situação em que os preços dos ativos refletiriam todo o conjunto de informações disponíveis, de qualquer natureza e espécie, pública ou não.

Uma coletânea de estudos empíricos (Relly e Brown, 1998) sobre a eficiência nos mercados mostrou que os mercados de capitais são eficientes no sentido fraco, ou seja, os preços dos ativos negociados no presente refletem o conjunto de informações relacionadas com preços, quantidades e volumes negociados no passado. No tocante à eficiência no sentido semiforte, os trabalhos evidenciam que, de fato, existem situações em que alguns ativos, ou algumas estratégias de portfólios podem não refletir todo o conjunto de informações públicas disponíveis. Tais seriam os investimentos em carteiras ou ativos isolados que, por algum motivo (pequenas firmas, qualidade de administração, ambiente econômico), apresentavam conteúdos informacionais que não estavam temporariamente refletidos nos preços dos ativos. Esse conteúdo informacional permitiria a construção de estratégias de compra e venda de ativo(s), com resultados positivos e superiores ao retorno esperado para o índice de mercado (média ponderada dos preços dos ativos).

Quanto à hipótese de eficiência no sentido forte, as análises sobre sua evidência indicou primeiro a necessidade da distinção entre dois tipos ou classes de agentes: um estaria associado ao desempenho de profissionais e gestores de recursos e o outro às atividades relacionadas com *insiders* (indivíduos detentores de informações privilegiadas por que se relacionam com ou operam para gestores ou administradores de companhias, controladores, profissionais de análise de desempenho de companhias, jornalistas etc.). Com relação ao primeiro grupo, o resultado das pesquisas revelou que administradores e gestores de companhias não têm conseguido, em geral, obter retornos consistentemente superiores à média do mercado. Já com relação ao segundo grupo, no caso do mercado americano (Rose, Gruber e Elton, 1998), os estudos mostraram indícios apontando na direção de que, em determinadas circunstâncias, algumas estratégias de compra e venda de ativos (ações) podem proporcionar retornos superiores ao retorno médio de mercado, revelando a existência de um conjunto de

informações relevantes detidas durante algum período de tempo por agentes econômicos e que não estão disponíveis ou públicas.

Isso indicaria uma possível contradição com a hipótese forte da HEM segundo a qual em mercados de capitais eficientes não há informações disponíveis no mercado ou de propriedade de algum agente isolado que possam gerar lucros na compra ou venda de títulos ou para uso em operações de arbitragem<sup>2</sup>. Esse é justamente o ponto que justifica a regulação em mercados de capitais: a garantia da existência de situações de iniquidade informacional nos mercados.

A necessidade de regulação dos mercados financeiros, de valores mobiliários, de seguros e de planos de previdência privada apresenta a mesma racionalidade que a intervenção estatal na regulação dos mercados em geral. Em outras palavras, tal intervenção busca condições para a maximização do bem-estar da sociedade, fato impossível em situações em que a formação de preços dos ativos financeiros apresenta sistematicamente distorções de natureza alocativa ou informacional. A assimetria informacional levaria a um quadro em que os investidores exigiriam um prêmio pela incerteza, acarretando um aumento no custo de capital da economia como um todo. Isso afetaria de forma negativa o processo de seleção ótima de portfólios, redundando na exclusão de alguns investimentos que apresentassem taxas de retorno positivas e superiores à linha de mercado mas que se tornariam gravosos quando ponderados por riscos compatíveis com tal estado da natureza.

Em outras palavras, (a ocorrência de distorções informacionais) aumenta o custo de capital, b) leva ao racionamento de crédito em mercados financeiros, como demonstra o estudo

---

<sup>2</sup> Em mercados eficientes, só há um preço para um ativo em negociação a cada momento do tempo, e não existem possibilidades de construção de operações de compra e venda de um ativo em negociação que, realizadas em um mesmo mercado por um período instantâneo do tempo, sejam capazes de proporcionar algum resultado positivo.

de Libby (1981)<sup>3</sup>, c) impede a alocação ótima da poupança financeira e d) distorce as condições de maximização da exploração da fronteira eficiente de carteiras ou portfólios de ativos financeiros, impondo restrições na utilização de alguns projetos específicos ou na possibilidade de combinações de projetos econômicos. Nessas circunstâncias, verifica-se uma redução no conjunto de possibilidades de produção da economia, significando, portanto, uma perda de bem-estar para a sociedade.

#### **4 – A Teoria Da Formação de Preços nos Mercados de Valores Mobiliários (“Securities”)**

Se cada investidor racional usar todo o conjunto de informações disponíveis para avaliar os preços de ações, títulos e outros ativos financeiros e se não houver barreiras ou restrições operacionais para as operações de compra e venda de qualquer um desses ativos, os preços negociados deverão expressar todo o conjunto de informações relevantes detido pela sociedade. Como resultado, nenhum usuário de algum conjunto de informações poderá obter *retornos excepcionais* pela compra ou venda de um ativo, nem mesmo em operações de arbitragem, porque o conjunto de informações estará uniformemente distribuído por todos os participantes. Dessa forma, um mercado é dito *eficiente* se cada ativo financeiro possuir uma taxa de retorno *normal* compatível com o nível de risco associado.

A metodologia mais adequada para a expressão da relação comumente chamada de CAPM (*capital asset pricing model*) parte da hipótese de que a relação entre o retorno sobre um ativo de mercado e o retorno do próprio mercado pode ser expressa como sendo igual a

---

<sup>3</sup> “The information failure resulting from costly information search has long been recognised by economic theorists (Stigler, 1971). It has been used to explain the impossibility of informationally efficient capital markets (Grossman and Stiglitz, 1980), the existence of credit rationing in bank lending practices (Stiglitz and Weiss, 1981), heterogeneity in consumers’ ability to gather product information (Salop, 1977), and inelasticity of demand for financial services products (Brennan, 1995). Moreover, prior empirical evidence suggests that the processing costs incurred by vulnerable investors in evaluating financial information is likely to be higher than it is for more sophisticated investors” (Libby, 1981).

$$E(R_i) = R_f + \beta.[E(R_m) - R_f] \quad (1)$$

Em que  $E(R_i)$  mede o retorno esperado do ativo  $i$ ;  $E(R_m)$  mede o retorno esperado por uma coleção ou um índice de ativos financeiros (portfólio de mercado); e  $\beta$  é a taxa de juros de um ativo sem risco (normalmente, a taxa de juros de um título público de curto prazo). A expressão  $\beta.[E(R_m) - R_f]$  mede o prêmio de risco que deve ser exigido por um investidor típico ao comprar ou manter um ativo  $i$ . Esse prêmio é o resultado do produto de duas variáveis. A primeira seria o retorno pela tomada de risco do próprio portfólio do mercado, acrescido ou subtraído do benefício adicional da escolha de um portfólio particular pelo investidor. Já a segunda mediria o fator de sensibilidade do retorno da carteira frente ao retorno do mercado, em que, com portfólio neutro com relação ao risco de mercado, teríamos  $\beta = 1$ ; para carteiras mais agressivas (em risco),  $\beta > 1$ ; em ativos ou carteiras mais conservadoras,  $\beta < 1$ .

A principal contribuição da teoria HEM para o estudo das finanças pode ser creditada à compreensão do processo de seleção e construção de portfólios de ativos financeiros. Os estudos de Markowitz (1957) forneceram os fundamentos teóricos que colaboraram para a compreensão do processo de formação dos preços dos ativos nos mercados de capitais e financeiros. A HEM indica a condição necessária para que nesse processo esteja contida a utilização *ótima* de toda informação disponível e para que o preço de cada ativo seja determinado pela interação da oferta e da demanda no mercado financeiro. O significado da formulação permite-nos a elaboração de uma relação teórica para o processo de formação dos preços dos ativos financeiros, que pode ser expressa na seguinte afirmação: se o preço atual de um ativo financeiro for indicado por  $P_t$  e se o conjunto de todas as informações disponíveis no atual momento ( $t$ ) for definido como sendo  $\Omega_t$ , sendo  $P_t^*$  o preço esperado *verdadeiro* do ativo  $i$ , então, de acordo com a teoria da HEM, teremos a seguinte equação:

$$P_t = E(P_t^* | \Omega_t) \quad (2)$$

A expressão mostra que o atual preço de mercado de um ativo qualquer ( $i$ ) é a melhor estimativa do *verdadeiro* valor do ativo. Dessa forma, cada valor *verdadeiro* de um ativo

financeiro muda ou sofre variações no tempo em função de alterações no estado da natureza ou de situações na economia real que prevaleçam no momento em que o ativo está sendo negociado. Se designarmos o estado da natureza dominante no momento ( $t$ ) como sendo definido pela variável  $S$ , então a probabilidade de um estado qualquer ou particular da natureza ( $S$ ) que predomine no tempo ( $i$ ) pode ser representada com sendo a  $Prob(S/\Omega)$ . Assim, o valor atual de um ativo ( $i$ ) no mercado seria expresso como sendo:

$$P_t = \sum P_s . Prob(S|\Omega_t) \quad (3)$$

A conclusão da formulação teórica da HEM revela que o valor corrente de um ativo financeiro ( $P_t$ ) é igual ao valor *verdadeiro* esperado para o ativo, levando-se em conta a ocorrência de todas as possíveis situações conhecidas por compradores e vendedores do ativo em transações de mercado. Sob a HEM, o preço de um ativo em qualquer momento do tempo deve sempre conter todas as informações relevantes sobre a valorização ou a *precificação* do ativo, incluindo as do presente e do passado. Dessa forma, a melhor previsão sobre o preço futuro de um ativo  $P_{t+1}$  é o preço corrente desse ativo, porque qualquer nova informação que apareça em  $t+1$  é, por definição, não-previsível. Portanto, o preço futuro será uma simples “flutuação do atual preço do ativo” (*Random Walk*).

## 5 – O Conceito de Assimetria Informacional

A teoria da assimetria informacional (Grossman e Hart, 1983; Vickers, 1988; Tirole, 1990; Arrow, 1963) aplicada à teoria das finanças tenta responder a duas questões. Uma se refere ao que acontece nos mercados em situações em que, nos preços dos ativos financeiros, não estão contidas todas as informações relevantes disponíveis ou em que há restrições à distribuição do conteúdo informacional ótimo, por conta de distorções nos preços ou devido à formação de custos para a obtenção das informações relevantes. A outra trata do que pode acontecer na formação dos preços dos ativos financeiros se algumas informações importantes para a decisão de investimento apresentarem uma distribuição *assimétrica* entre os agentes econômicos.

Cumpra, desde logo, procurar entender teoricamente o conceito de assimetria informacional (AI). Segundo a teoria das finanças, assimetria informacional é a situação ou o estado da natureza em que grupos, segmentos ou classes de agentes atuantes em determinado mercado detêm alguma informação relevante sobre o funcionamento, formação de preços ou um método de avaliação de estados da natureza ou têm conhecimento de um conjunto de informações sobre o comportamento esperado da trajetória de preços de um ativo financeiro específico, de tal forma que, se determinada situação ocorrer, e essa informação por algum motivo não estiver distribuída de forma uniforme sobre as expectativas dos agentes, o preço do ativo sofrerá mudanças expressivas.

No caso dos mercados de capitais, os candidatos preferenciais à posição de agentes favorecidos, pela existência de *bolsões* de conteúdo informacional, são os administradores de companhias, os formadores de mercado, os distribuidores de valores mobiliários, os gestores de fundos de investimentos, os jornalistas especializados, os analistas financeiros ou de investimentos, as empresas de *rating*, as empresas de avaliação de investimentos, os atuários, os membros das agências reguladoras, os auditores de companhias e profissionais de corretagem. A captura da informação sobre o processo de conhecimento e de formação da assimetria informacional não implica em que algumas das atividades acima elencadas sejam ilegais ou tenham como origem ações ou práticas ilícitas. Pela natureza dos serviços prestados ou em decorrência de habilidades analíticas específicas, essas dotações de “cunhas de informações” decorrem de atividades operacionais típicas das funções dos citados agentes.

A esse respeito podemos mesmo afirmar que a natureza e a qualificação de habilidades específicas contidas no processo de dotação de capital humano desenvolvido tipicamente nas escolas de economia e finanças repousam justamente na possibilidade de preparar, de forma diferenciada, agentes capazes de capturar informações relevantes que não estejam incorporadas aos *preços* dos ativos em mercado. É importante ressaltar que a assimetria informacional não decorre da simples diferença de opiniões quanto a estados da natureza associados a distribuição

de probabilidades sobre retornos esperados de ativos (ou, como se costuma chamar, de “mutações de consenso” ou “expectativas heterogêneas”).

Em trabalho desenvolvido em 1996, Chevalier e Ellison analisaram em que condições alguns administradores de fundos de investimento teriam desempenho melhor do que os apresentados por outros gestores. Para eles, o importante é saber quais as características comportamentais dos elementos da amostra. Frequentemente, os meios de comunicação e a propaganda dos gestores de recursos tentam vender a imagem de que, na atividade de gestão de fundos mútuos, existem alguns administradores que são melhores que outros e com resultados mais favoráveis. Para os autores, o principal fator a ser considerado por um investidor ao realizar um investimento é conhecer as credenciais daquele que pretende ser o administrador “ideal” dos recursos. Ou seja, os indicadores de *desempenho* e de credibilidade da instituição e do gestor deveriam ser os fatores determinantes na análise do retorno esperado pela aquisição de uma quota de um fundo de investimento. Partindo dessa hipótese, os autores tentaram estabelecer uma relação entre a *desempenho* dos fundos e algumas “características” de seus administradores, ou seja, o trabalho faz uma regressão estatística entre as variáveis retorno de um fundo acima do mercado e as características dos seus administradores.

As conclusões foram as seguintes: administradores mais novos conseguem rentabilidades superiores a dos mais velhos e aqueles que freqüentaram escolas mais qualificadas<sup>4</sup> atingem retornos maiores. A variável dependente da regressão é o retorno acima do mercado, ou seja, o excesso de retorno de um fundo. As variáveis independentes: são idades do administrador, pontuação média da escola no ranking correspondente e posse de um curso especializado (MBA etc). As conclusões alcançadas mostram que tais características têm efeito na determinação do retorno de um fundo.

---

<sup>4</sup> O trabalho selecionou essa variável da lista das melhores universidades americanas, segundo o *ranking* de prestígio e importância acadêmica.

Os dois primeiros fatores têm alta significância estatística. A diferença entre um administrador que freqüentou uma escola de alta qualidade e outro que freqüentou uma escola de média qualidade chega a mais de 1% no tocante ao retorno anual esperado. Com relação à idade, a conclusão foi que, na media administradores com vinte anos a mais de idade, que outro na mesma categoria alcança um retorno, em média, 1,7% .aa mais baixo. A obtenção de cursos especializados (MBA etc) no mesmo trabalho seria responsável por um retorno na media 0,6% superior ao ano. Outras descobertas foram as seguintes: administradores mais novos e que freqüentaram as escolas tidas como melhores tendem a trabalhar para fundos que cobram taxas de administração mais baixas e cujos portfólios possuem um beta maior (mais agressivos que o índice de mercado). A rotatividade no emprego é mais observada entre os mais novos. Isso quer dizer que depois de um ano ruim, de maus resultados, a probabilidade de que um administrador seja substituído é maior entre os mais novos.<sup>5</sup>

A conclusão principal foi de que alguns administradores são melhores que outros na tarefa de “coletar e analisar informações em um mercado de ativos que não é exatamente eficiente”. Tal conclusão é plenamente aceitável, uma vez que alguns indivíduos podem apresentar características que permitam desempenhos diferenciados. E isso não é privilégio dos administradores de fundos, pois todas as profissões exigem, de alguma forma, habilidades que irão, de fato, determinar se o profissional é qualificado ou não em sua atividade.

O que o trabalho de pesquisa nos revelou, realmente, foi a ocorrência de assimetria informacional dentro do segmento de gestão de fundos. Assimetria informacional, nesse contexto, implica a existência de informações ou o conhecimento, por parte de um agente específico, de uma estratégia de avaliação de preços de ativos financeiros ou, ainda, a elaboração de um método de *precificação* que, aplicado a determinada situação de mercado, pode distorcer a formação do preço de um ativo em negociação A presença de distribuição

---

<sup>5</sup> Efeito *Survivor* – Conjunto de estratégias adotadas por gestores de fundos de investimento, que tem como objetivo a convergência de resultados visando à permanência do gestor do fundo no emprego.

assimétrica está associada com variações qualitativas e quantitativas no conteúdo informacional disponível.

A existência de assimetria informacional não entra em contradição com as formas fraca e semiforte da HEM, pois a própria formulação da hipótese admite alguns mecanismos de distribuição não-homogênea no tempo de conteúdo informacional entre os agentes. A complicação para os mercados eficientes surge quando os retornos das operações de mercado são, sistematicamente, superior aos normais e à distribuição da informação começa a apresentar elevada concentração em determinados agentes ou segmentos do mercado. Ou seja, num estado em que a assimetria se torna muito forte, indicando a existência de falhas de mercado ou barreiras na distribuição e no uso das informações, as distorções na formação dos preços dos ativos contribuem para a alocação improdutiva de recursos ou, no limite, o colapso na confiança das regras próprio mercado .

A principal consequência negativa de um ambiente de forte assimetria informacional é, em primeiro lugar, a possibilidade de surgirem desincentivos à intermediação financeira (e, portanto, restrições à alocação eficiente da poupança financeira), a partir do desenvolvimento de um ambiente operacional em que um dos participantes não consegue ou é incapaz de avaliar de forma adequada os riscos envolvidos em determinadas operações vinculadas com grupos ou classes de clientes. Em segundo, tais imperfeições podem acarretar distorções na oferta e na demanda de serviços, com implicações na formação dos preços ou na quantidade do serviço. Em consequência, o ofertante dos serviços pode estar assumindo riscos não-dimensionados ou avaliados de forma inadequada.

### ***5.1 – Assimetria Informacional e a Economia dos Contratos***

No universo da prestação de serviços financeiros, observamos que há relações contratuais implícitas entre, de um lado, os ofertantes de serviços (bancos, seguradoras, emissores de valores, entes de distribuição, entidades de mercado, sistemas de negociação e gestores de recursos) e, de outro, os demandantes e os consumidores de serviços (investidores,

acionistas minoritários, beneficiários de planos de previdência privada, segurados, custodiantes).

O contrato, segundo Salanie (1995), pode ser explícito e formalizado em um acordo escrito, como também pode ser implícito, não-escrito, mas dotado de regras de comportamento e obrigações entre as partes fixadas pela tradição, costumes ou direitos adquiridos.

Um contrato do tipo explícito pode ser garantido pelas partes envolvidas ou por terceiros, mediante a assunção de responsabilidades e obrigações ou até mesmo, por uma entidade de liquidação de negócios e custódia de valores.

A condição para a existência ou a tipificação de uma relação, para ser entendida como um contrato, está na qualificação de três entes. O primeiro seria denominado *líder* ou *principal*, aquele que representa ou o que propõe o contrato ou o pacto; o outro seria o *tomador*, também chamado de *agente*, aquele que aceita ou rejeita as cláusulas de um contrato; e, finalmente, o objeto do contrato, que seria o conjunto de cláusulas, termos e condições de existência da relação pactuada entre as partes (*principal e agente*).

A preocupação essencial da teoria dos contratos acerca da assimetria informacional está na análise das características dominantes nas relações contratuais e na avaliação das mutações nas ações dos agentes quando ocorrem mudanças ou alterações no comportamento das partes em diferentes situações de distribuição de informações.

Outro ponto importante da teoria encontra-se na identificação e qualificação das situações observadas nas relações contratuais. A literatura identifica três situações: a de risco moral (*moral hazard*), a seleção adversa e a sinalização. Na situação de risco moral, temos, como característica marcante, a dificuldade do ente principal em acompanhar e monitorar o comportamento (ações, decisões) do agente após o início da relação contratual (seguros sobre automóveis, é um exemplo). Nesse caso, temos a configuração da necessidade de internalização

de incentivos nos termos contratuais, como uma forma de minimizar os efeitos da distorção informacional.

Na seleção adversa, antes do início da relação contratual, o agente é detentor de uma informação importante que ele não revela nem antes nem depois da execução do contrato (exemplo, a existência de alguma doença, falha, defeito). Essa informação, se revelada ao ente principal, afetaria as condições do contrato, preços ou franquias. A solução para esse problema envolve o oferecimento de contratos alternativos associados a diferentes situações ou a simulação de vários estados da natureza ao agente para que, na escolha entre as alternativas possíveis, este revele o conteúdo da informação detida sobre a forma privada.

Por último, há a questão da extração do sinal, ou da sinalização, que está relacionada à situação em que uma das partes conhece ou detém alguma informação relevante que só poderá ser decodificada pelo outro agente mediante o acompanhamento e o monitoramento constante do comportamento da parte que possui a informação relevante (fiscalização da solvência de instituições financeiras, dilemas societários, distribuição de dividendos, apropriação do fluxo de caixa de uma companhia).

## ***5.2 – A Oferta de Serviços Financeiros e o Papel da Intermediação***

A teoria da economia da informação (Arrow, 1984) sugere que a construção de contratos ótimos dos instrumentos (produtos e serviços), mercados e instituições financeiras tem como objetivo diminuir os custos de informação e transação, facilitar a relação entre os agentes poupadores e demandantes de fundos, alongar os prazos de aplicação, prover crédito e contribuir para a diminuição das assimetrias informacionais.

Há na literatura evidências de que a contribuição positiva dos sistemas financeiros para o crescimento econômico se dá por meio da redução que aqueles proporcionam nos custos de informação e de transação. Tal redução colabora para a obtenção de ganhos de eficiência

alocativa na formação das taxas de poupança e para a racionalidade nas decisões de investimento. Num segundo plano, diferentes taxas de crescimento econômico de longo prazo seriam explicadas por variações nos estímulos à inovação tecnológica.

Uma preocupação de cunho mais institucionalista advoga uma visão funcional para o entendimento do papel dos sistemas financeiros no crescimento econômico. Esse enfoque se concentra nos laços entre o crescimento e a qualidade das funções providas pelo sistema financeiro.<sup>6</sup> Nessa formulação, há pouca evidência que corrobore a tese de que deve ser atribuído a um único instrumento financeiro, como a moeda, ou a uma instituição em particular, como os bancos ou mercados de capitais isolados, a explicação de efeitos sobre o crescimento econômico.

De fato, a resposta à questão é mais complexa. O funcionamento eficiente de um sistema financeiro e, portanto, sua capacidade de afetar positivamente o crescimento econômico de um país, depende de variáveis não econômicas. Ou seja, as variáveis que apresentam maior poder de explicação em regressões estatísticas cuja variável dependente é alguma medida de desenvolvimento financeiro são aquelas associadas a índices representativos de qualidade e eficiência de sistemas legais, sobretudo em termos de qualidade da execução das punições (*enforcement*); que podem ser identificados pela presença de marcos regulatórios que propiciem monitoramento e fiscalização ágeis e de baixo custo e sistemas de defesa e proteção de investidores e consumidores eficazes (La Porta *et alii*, 1998, 1999 e 2000).

Entretanto, percebe-se que há elementos adicionais na análise que dificultam conclusões definitivas. Comparações entre países podem conter imprecisões metodológicas porque:

---

<sup>6</sup> O autor utilizou como referência para o desenvolvimento desta seção o excelente trabalho de *survey* desenvolvido pelo professor Pedro Carvalho de Mello, do IBMEC/SP, e publicado na *Revista da CVM*, – edição de set.-dez de 1999.

- **ocorrem mudanças estruturais nos sistemas financeiros à medida que os países crescem;**
- **países em situações similares de desenvolvimento econômico podem apresentar estágios diferentes de aperfeiçoamentos de sistemas financeiros, legais e regulatórios; e**
- **existem vantagens para o estímulo ao crescimento econômico de longo prazo quando são adotadas mudanças legais e regulatórias que criem uma estrutura financeira orientada para o pleno funcionamento dos mercados.**

A eficiência alocativa da poupança financeira, gerada pela existência de sistemas financeiros mais eficientes e integrados, produz um efeito positivo sobre a economia real que consiste na disponibilização de oferta de crédito de longo prazo para as firmas e consumidores em volumes e condições (inclusive taxas) adequados ao perfil da demanda. Pesquisas desenvolvidas por Caprio Jr. e Kunt (1996) investigaram se o sistema financeiro de países em desenvolvimento tem disponibilizado tais níveis de *financiamento* adequados para as empresas ou, caso contrário, se há falta de crédito de longo prazo e se essa escassez pode afetar a produtividade e o crescimento das empresas.

Com base em uma análise estatística do tipo *cross-country*, os autores encontraram significância nas estatísticas, concluindo que as empresas de países emergentes usam uma quantidade de dívida de longo prazo menor do que suas contrapartes em países desenvolvidos. A explicação apresentada pelos autores para a diferença na composição das dívidas entre os grupos de países foi que a origem do problema deve ser creditada às características das próprias empresas, em especial à contribuição de macro fatores responsáveis por distorções alocativas tais como a presença de subsídios governamentais, imperfeições legais e institucionais, leis e regras ineficientes de proteção aos investidores e acionistas. Essas variáveis qualitativas acabam quantificando, para mais ou para menos, o nível do desenvolvimento financeiro do país.

A conclusão do trabalho de Caprio Jr. e Kunt revelam que um maior nível de financiamento de longo prazo está associado à existência de ganhos de produtividade. A análise do tipo *cross-country*, usando dados e indicadores econômico-financeiros por empresa, mostrou que, quando existe um mercado ativo de ações em que credores e devedores estejam mais capacitados a pactuar contratos financeiros de longo prazo, as empresas aparentemente são capazes de obter um crescimento mais rápido do que quando elas só podem contar com recursos próprios ou com crédito de curto prazo.

Outra importante constatação desse estudo é que os subsídios governamentais, na maior parte dos casos analisados, colaboraram para aumentar o endividamento de longo prazo das empresas, mas não alteraram de forma positiva a capacidade das empresas crescerem mais rápido. Ao contrário, a conclusão do trabalho é no sentido que, em alguns casos, os subsídios poderiam estar associados a uma situação de perda nos indicadores de produtividade.

O desenvolvimento financeiro está correlacionado à eficiência na intermediação financeira. Alguns trabalhos empíricos, como os desenvolvidos por Beck, Levine e Loaysa (1997), procuraram analisar essa questão. A formulação metodológica do estudo partiu da elaboração de duas questões básicas:

- 4) Os intermediários financeiros, sendo capazes de corrigir assimetrias de informação e, assim, contribuir para reduzir custos de transações, exercem influência (efeito) sobre o crescimento econômico?
- 5) Sendo positiva a resposta à primeira questão, que fatores poderiam explicar ou ser determinante para a definição do nível de desenvolvimento da intermediação financeira de um país?

Os autores analisaram o problema da existência de causalidade entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico e, no que concerne aos determinantes do desenvolvimento financeiro, procuraram avaliar, especificamente, os seguintes pontos:

- 6) O nível do desenvolvimento da intermediação financeira exerce alguma influência (efeito) sobre o crescimento econômico?
- 7) Diferenças entre países, especialmente as variáveis relacionadas com características institucionais e sistemas legal e contábil (por exemplo, direitos legais dos credores, existência de eficiência no cumprimento dos contratos, transparência nos padrões contábeis etc.), podem explicar ou ser fatores significativos na identificação de estágios no nível de desenvolvimento da intermediação financeira de países?

Metodologicamente, o trabalho utilizou duas técnicas estatísticas para estudar a suposta relação de causa: uma estimativa do tipo *cross-country* com dados de 71 países no período de 1960 a 1995; e dados de séries de tempo confrontados com as estatísticas *cross-country*.

Usando dois conjuntos de procedimentos estatísticos, em que são comparadas variáveis instrumentais em conjunto com análises do tipo *cross-country*, o resultado do estudo mostrou que o desenvolvimento da intermediação financeira exerce um impacto positivo e significativo sobre o crescimento econômico. Os dados também revelaram que diferenças entre países relacionadas com aspectos qualitativos de sistemas legais e contábeis podem ser fatores importantes para a determinação de diferenças no desenvolvimento financeiro de um país.

Em conjunto, as descobertas do estudo sugerem que reformas no sistema legal, regulatório e contábil, quando direcionadas para o fortalecimento dos direitos dos credores, para a proteção de acionistas e investidores e para mudanças que estimulem o cumprimento de

contratos e dos atos jurídicos perfeitos, podem colaborar de forma decisiva na aceleração do desenvolvimento financeiro e do crescimento econômico de um país.

Seguindo a mesma metodologia de análise de índices de *desempenho* de mercados de capitais, a partir de indicadores de natureza institucional, diversas pesquisas recentes tentaram examinar as influências de sistemas legais, em conjunto com a avaliação do papel das instituições, em especial as diferenças nas propostas das leis (Hirsch, 1998), sobre o desenvolvimento financeiro. Busca-se, no estudo desse conjunto de instrumentos, uma explicação para o papel do desenvolvimento dos mecanismos de proteção a investidores e credores na evolução do sistema financeiro de um país.

Um trabalho já clássico utilizando essa abordagem foi elaborado por La Porta *et alii* (1997). Esse trabalho segue a tendência recente de ampliar o universo temático do estudo tradicional da economia, com a incorporação de variáveis adicionais que ajudem na compreensão de seus fenômenos. Com isso, a teoria econômica tem avançado sobre diversas áreas do pensamento científico (Mercurio e Medema, 1997; Posner, 1998), servindo-se destas como um instrumento auxiliar para a compreensão do fenômeno social.

O trabalho pretende desenvolver, através de uma análise objetiva, a “avaliação das regras legais e dos instrumentos normativos que regem a proteção e os direitos dos acionistas e credores de companhias, enfocando a origem das regras (leis) e a qualidade do cumprimento desses dispositivos pelos tribunais (*enforcement*) em análise de um universo de 49 países”. A modelagem é complementada com a realização de testes estatísticos e econométricos que corroboram as hipóteses formuladas.

Dentre as principais conclusões do estudo, podemos destacar, em primeiro lugar, a constatação de que as leis referentes ao mercado de capitais e de crédito diferem entre os países, diferença ocorrendo, principalmente, no que diz respeito aos graus de proteção a investidores. Este atributo legal seria definido com base na presença dos seguintes elementos: existência de garantia de direitos de representação (cada ação um voto), transparência contábil, votos de

acionistas por bloco (*proxies*), possibilidade de desvios de lucros por parte dos acionistas majoritários ou pela administração, eficiência dos tribunais, coeficientes de concentração de ações por investidores, existência de legislação que estabeleça percentuais mínimos de ações para aprovação de propostas para a dissolução de empresas e distribuição dos benefícios, risco de alterações contratuais forçadas por parte do governo, risco de confisco e expropriação de patrimônio e corrupção no governo (medida pela existência de possibilidade de concessão de licenças e ou concessões de serviços e utilidades públicas por critérios não-maximizadores de bem-estar para a sociedade).

Em segundo lugar, há também, diferenças significativas entre as legislações dos países quanto à proteção e à efetiva possibilidade do exercício das garantias oferecidas em operações de crédito. O caso mais visível é o do instrumento denominado *colateral*, aliado à possibilidade real, para os credores, do exercício de seus direitos creditícios em empresas que encontram-se em regimes de concordata ou falência ou em reestruturação de dívidas.

Com base no modelo definido com essas variáveis, os testes realizados comparando dados de 49 países revelaram que as nações que possuem tradição do emprego da *Common Law* ( *direito consuetudinário de tradição inglesa*) tendem a proteger mais os investidores do que aquelas cujo direito segue a tradição do direito romano de orientação francesa (*Civil Law*). Os países de domínio do direito de tradição germânica e escandinava encontram-se em posição intermediária à proteção aos investidores, mas, em contrapartida, são os que mais asseguram direitos aos credores, apresentando também o melhor sistema de decisões dos tribunais e de eficiência do sistema legal no cumprimento das leis (*law enforcement*). Na metodologia de La Porta, o sistema de tradição francesa *Civil Law* foi o que se mostrou menos eficiente.

Em terceiro lugar, foram constatadas algumas particularidades em países onde a legislação permite a existência de grandes concentrações de ações com direito a voto nas mãos de pequenos grupos de acionistas, em detrimento de uma grande dispersão e pulverização dessas ações. Nesses casos, o sistema legal protege menos os direitos dos investidores e, por

consequente, apresenta baixos índices de capitalização e de eficiência alocativa da poupança financeira.

As conclusões encontradas não representam posições definitivas pois, como os autores esclarecem no final do texto, existe um enigma (*puzzle*): apesar dos resultados do modelo, há países onde o direito de tradição francesa da *Civil Law* foi capaz de desenvolver um forte mercado de capitais e um sistema bancário e creditício bem desenvolvidos.

Uma conclusão do estudo é que os sistemas financeiros desenvolvidos são instituições complexas, de modo que diferentes arranjos institucionais tendem a gerar e a colaborar de forma expressiva para resultados satisfatórios ou não. A resultante final irá depender da consistência das escolhas e das opções de valorização e proteção dos agentes (investidores e credores) envolvidos nas operações de mercado.

Esse enfoque é particularmente importante porque, até o início da década de 80, os analistas e teóricos do desenvolvimento econômico e dos efeitos alocativos do crescimento costumavam subavaliar o papel dos sistemas financeiros, em geral, e do mercado de capitais, seguros e previdência em particular, no processo de desenvolvimento econômico. A contribuição dos instrumentos financeiros era considerada pouco relevante para a dinâmica e a intensidade da trajetória do desenvolvimento, tanto pelos formuladores de políticas dos países em desenvolvimento como pelos próprios organismos multilaterais. O processo de crescimento de um país estava voltado simplesmente para a análise da importância da acumulação de capital físico.

Todavia, em diversos países, as taxas de crescimento econômico observadas acabaram não revelando a proporcionalidade esperada com as taxas de formação de capital fixo. A ocorrência de crises bancárias e *crashes* em bolsas de valores despertaram a percepção de que o processo de desenvolvimento deve ser visto como um corpo integrado em que as bases institucionais são fatores adicionais à capacitação do capital humano, tecnológico e físico, devendo ser complementado por um ambiente institucionalmente consistente. Em outras

palavras, a inexistência de contratos de propriedade e a inobservância ou ausência de direitos e garantias (Sotto, 2000) podem constituir entraves definitivos à alocação da poupança tanto privada como pública, distorcendo os sinais emitidos pelos agentes de mercado.

O acúmulo de distorções microinstitucionais tende a colaborar para o desenvolvimento de disfunções alocativas na combinação de fatores de produção que podem impactar na produtividade do capital. Falhas de mercado distorcem a rentabilidade de projetos, de modo que, no final, a taxa de retorno da economia pode ficar abaixo da esperada. As mazelas do sistema de intermediação financeira podem reduzir a taxa de crescimento econômico de longo prazo.

Ora, a eficiência econômica exige ambiente institucional estável, regras claras e aplicáveis e respeito aos contratos. Afinal, foram os fatores institucionais os responsáveis, em parte, pelo processo de desenvolvimento das condições históricas que deram suporte, por exemplo, à Revolução Industrial na Inglaterra e ao progresso alcançado pela nação inglesa ao longo dos séculos XVIII e XIX. Analogamente, alguns autores<sup>7</sup> estabelecem que a credibilidade conquistada pelo governo norte-americano foi o fator responsável pela formação de um mercado de crédito e de um sistema financeiro competitivos e eficiente. Como já salientado, a existência de mercados de capitais e de sistemas de crédito eficientes viabiliza a alocação da poupança e induz os investimentos, com impactos sobre o retorno e a rentabilidade dos ativos.

Para funcionar de forma adequada, o mercado precisa da existência de atores que tenham confiança nos contratos e nas regras do sistema, de modo que só um ambiente de respeito às instituições, definidas na dimensão das chamadas instituições regulatórias permanentes, é capaz de assegurar condições de equilíbrio intertemporal.

Caprio Jr. e Vittas (1996) analisaram variáveis históricas de diversos países para mensurar as influências dos fatores econômicos sobre a eficiência de sistemas financeiros. Sua

---

<sup>7</sup> Vide North (1966) e Dobrak e Nye (1999).

principal preocupação era encontrar lições nos episódios recentes da história financeira de diversos países que fossem conclusivas sobre a relação entre desenvolvimento econômico e saúde de sistemas financeiros (Caprio Jr., Atyas e Harson, 1995, 1998). São as seguintes as conclusões a que chegaram esses autores:

- 8) A estabilidade macroeconômica, definida como uma situação sustentável de inflação baixa e política fiscal consistente, é condição necessária para o desenvolvimento financeiro e econômico, pois criam incentivos corretos ao processo de alocação de crédito pelo sistema bancário, com efeito, positivo na alocação da poupança, o que concorre também para o desenvolvimento do mercado de ações.
- 9) Processos inflacionários associados a desequilíbrios (*déficits*) fiscais distorcem o comportamento econômico em desfavor de projetos de investimento de longo prazo, que são os que mais colaboram para o desenvolvimento econômico sustentado.
- 10) A independência ou a autonomia operacional do Banco Central pode contribuir de forma positiva e definitiva para a consolidação da estabilidade econômica.
- 11) A regulamentação dos sistemas financeiros deve ser empreendida de tal forma que possibilite constantes aperfeiçoamentos, pois a crescente sofisticação das inovações financeiras pode criar incentivos inadequados, em face do equilíbrio informacional de mercados.
- 12) Os dirigentes das instituições bancárias podem ter incentivos inadequados, o que contribui para atitudes menos prudentes e diligentes nas tomadas de decisões de risco nas posições alavancadas nos mercados de crédito ou de derivativos. A principal variável-símbolo do monitoramento adequado do órgão regulador está na correta adequação do capital dos bancos aos riscos assumidos.

- 13) Posições agressivas de instituições bancárias com exposição ilimitada são menos prováveis de acontecer em um ambiente de rígido monitoramento dos riscos.
- 14) Os bancos que operam em países em desenvolvimento, por enfrentarem riscos e volatilidades de mercados mais elevados, devem manter níveis de capitalização maiores que os bancos dos países mais desenvolvidos, sujeitos a volatilidades menores nos ciclos dos negócios.
- 15) A supervisão preventiva e o correto monitoramento das exposições cruzadas de risco das instituições financeiras, principalmente em operações que envolvam lançamento de operações com derivativo, do tipo *off balance*, são essenciais para o estabelecimento de um sistema bancário saudável.
- 16) Os bancos são levados a problemas de solvência porque falham na diversificação, geralmente devido a restrições regulatórias, ou por excessivo volume de empréstimos em operações realizadas com base em critérios não-técnicos.
- 17) Os reguladores devem estimular os bancos a diversificarem os riscos de suas carteiras, o que significa o fim de restrições geográficas, setoriais ou de operações vinculadas de crédito, especialmente o direcionamento dos ativos dos bancos por governos populistas.
- 18) A supervisão bancária deve ser eficiente, principalmente como uma forma de assegurar o fiel cumprimento das práticas de supervisão e monitoramento de riscos pelas instituições financeiras.
- 19) A compatibilização dos objetivos da regulação com a adoção de regras internas de auditoria e fiscalização de procedimentos e sistemas que sejam consistentes com as normas prudenciais emanadas do regulador constitui-se um elemento-chave para o adequado

monitoramento do sistema financeiro.

- 20) A participação acionária dos bancos no capital de empresas, quando realizada em pequenas participações societárias, pode ser positiva por estimular o envolvimento e o monitoramento desses agentes na perseguição de políticas de boa governança corporativa, com destaque para a tecnologia bancária na elaboração de planejamentos de cunho estratégico que respalde decisões de investimento e a seleção de projetos por critérios mais racionais. Contudo, há evidências de que o relacionamento pode também configurar acesso a informações confidenciais das empresas, possibilitando o surgimento de assimetrias informacionais.
- 21) Os fundos de pensão e outros investidores institucionais têm crescido de importância em muitos países nos últimos trinta anos e contribuído para a reestruturação das finanças públicas, o alongamento do prazo dos títulos (*duration*) e a promoção do mercado de capitais (ações e títulos).

Em um outro trabalho, Vittas (1997) procurou responder a questão de se um país deve estimular o desenvolvimento dos investidores institucionais, independentemente da existência de um mercado de ações bem desenvolvido, ou se o desenvolvimento desses agentes só é possível em mercados já consolidados. A resposta encontrada no trabalho foi de que o sucesso no processo de criação de mecanismos de mercado depende do tipo de investidor institucional. Fundos de pensão e companhias de seguros devem ser estimulados pelas peculiaridades de suas estruturas de passivos e ativos. A natureza das obrigações desses investidores pode colaborar para estimular o alongamento das aplicações financeiras, associando-se aos potenciais benefícios econômicos, fiscais e financeiros derivados da ampliação da maturidade dos títulos de dívida pública e privada, não sendo necessário o desenvolvimento prévio de um mercado de ações.

No que diz respeito aos fundos mútuos de investimento, é pouco provável que seu desenvolvimento ocorra antes da existência de mercados de valores mobiliários eficientes e bem regulamentados. Uma oferta limitada de instrumentos financeiros não deve ser um obstáculo para o desenvolvimento dos fundos de pensão e das companhias de seguros, pois essas instituições constroem suas reservas de forma gradual e cumulativa. O trabalho apresentou uma segunda constatação: o fator mais importante para o desenvolvimento do mercado de ações é a implementação de programas de estabilização e reformas de natureza macroeconômica que forneçam uma trajetória fiscal de equilíbrio, além de reformas na previdência social. Os investidores institucionais necessitam atingir escala ótima e a regulação é fundamental para assegurar confiança e credibilidade na gestão das reservas, sendo a transparência um instrumento de estímulo à eficiência.

Uma revisão da experiência anglo-americana em torno das fontes de crescimento dos mercados de crédito e de capitais, feita a partir da década de 40 (Caprio Jr. e Vittas, 1997, 1998), mostrou que os investidores institucionais podem se constituir em importante aliado das companhias em seus projetos de investimento, funcionando como verdadeiro mecanismo de oposição aos movimentos mais *agressivos* dos bancos comerciais e dos bancos de investimento. Outra contribuição dos fundos institucionais está no estímulo às inovações financeiras, que se expressam na forma de modernização de produtos e serviços do mercado de capitais. Em seu conjunto, essas ações fortalecem a abertura e a transparência das informações, ajudam nas práticas de boa governança corporativa e, por fim, colaboram para o desenvolvimento da regulamentação financeira.

Como apresentamos ao longo da exposição, o sistema financeiro e o mercado de capitais, em especial, são importantes para o desenvolvimento econômico. Levine e Zervos (1997) procuraram analisar a evidência empírica do relacionamento entre desenvolvimento do mercado de ações e crescimento econômico de longo prazo. Do ponto de vista teórico, a literatura apresenta os seguintes argumentos favoráveis à relação:

- **grandes mercados acionários podem reduzir o custo de captação de poupanças financeiras, facilitando o investimento em tecnologias mais produtivas;**
- **a liquidez do mercado acionário, cuja capacidade de transacionar com facilidade posições de ações é importante para o crescimento, pois facilita aos poupadores que queiram vender ou adquirir posições uma saída rápida e barata;**
- **as empresas que têm acesso permanente aos mercados de capitais, através do mercado acionário, crescem mais rapidamente que as que estão fora dele;**
- **a existência de mercados líquidos colabora para aumentar a qualidade do conteúdo informacional oferecido pelas companhias, especialmente no caso da governança corporativa; e mercados integrados internacionalmente permitem uma divisão do risco entre países, melhorando a alocação dos recursos, reduzindo o custo de capital e podendo acelerar a taxa de crescimento econômico.**

Na análise empírica da relação entre crescimento econômico de um país e estágio de seu sistema financeiro, há um tema sempre presente que consiste no envolvimento do Estado nesse processo.

A pergunta fundamental está relacionada com o papel a ser desempenhado pelo governo na formação de mercado de capitais ou como esse agente pode estimular o desenvolvimento de tal mercado. Um elucidativo estudo sobre o tema foi desenvolvido por Sylla (1996), que explorou as seguintes questões, ao examinar o caso dos Estados Unidos:

- **Qual o verdadeiro papel que o mercado de capitais, em especial, o de ações, desempenhou no desenvolvimento econômico norte-americano?**
- **Como surgiu esse mercado?**
- **Que importância deve ser atribuída à regulação para o desenvolvimento do mercado e como essa variável (regulação) colaborou para torná-lo mercado mais eficiente?**

No nascedouro, os Estados Unidos eram uma nação relativamente pouco desenvolvida e com sérios problemas financeiros. Segundo o autor, os Estados Unidos teriam conseguido, ao longo do tempo, enfrentar as adversidades graças ao programa de valorização institucional desenvolvido pelo novo sistema constitucional. Segundo a análise este com o tempo transformou-se em uma peça fundamental para a formação da chamada infra-estrutura institucional do país. O programa de fortalecimento da instituição do crédito, implementado com a Constituição norte-americana, forneceu as bases de confiança necessárias ao desenvolvimento dos mercados de crédito e de ações, pois estabeleceu as salvaguardas – do ponto de vista da proteção institucional – dos direitos e das obrigações para cidadãos e companhias norte-americanas e, principalmente, estabeleceu o sistema de crédito público. Com esses institutos, os poupadores se sentiram mais confiantes em assumir posturas mais agressivas em empréstimos e os investidores estrangeiros, mais seguros para a concessão de tais empréstimos, o que possibilitou à economia norte-americana um crescimento contínuo durante o período compreendido entre a independência e a virada do século XIX para o XX. Nesse período, os Estados Unidos foram o maior receptor de investimentos diretos no mundo. Somente no século XX é que a situação se alterou e os residentes norte-americanos começaram a emprestar e a investir mais no exterior, invertendo o saldo da conta de capital.

Durante os anos que vão de 1870 à década de 30 do século XX, desenvolveu-se nos Estados Unidos um grande mercado de crédito, voltado principalmente para a reestruturação financeira dos governos estaduais, que foram os grandes tomadores de empréstimos junto aos investidores locais e estrangeiros. O fluxo de recursos captados dirigiu-se principalmente para a construção de estradas, canais de navegação, sistema bancário, portos, ferrovias e o financiamento a estados da federação.

Segundo alguns autores (Berle e Means, 1932), deve-se creditar a esse impulso na comercialização e nos transportes a origem do crescimento das operações de tomada de controle em bolsa de valores (*take over*), ocorrido nos Estados Unidos durante o período. No referido trabalho os autores chegam mesmo a considerarem a hipótese de que o processo de criação de

um mercado de capitais e de crédito constitui em um dos principais fatores econômicos para ajudar a explicação da duplicação da renda *per capita* daquele país em um momento em que a população norte-americana crescia a taxas recordes, em função do crescente fluxo migratório proveniente, principalmente, da Europa.

Do período compreendido entre o início da década de 30 (Neal, 1990) e o final do século XIX, as maiores somas de empréstimos e inversões provenientes do exterior dirigiram-se para ferrovias privadas norte-americanas. Esse fluxo de investimentos proporcionou a oferta de transporte transcontinental barato e uma verdadeira integração espacial do país. A maior parte desses empréstimos proveio do império britânico e dirigiu-se para a aquisição de debêntures de companhias e títulos estaduais, da mesma forma que colaborou para o refinanciamento dos passivos bancários, o alongamento de prazos e a rolagem de dívidas, como podemos observar no clássico trabalho de Fogell (1956) e na obra de Davies e Cull (1988).

TABELA 1 – DISTRIBUIÇÃO DOS INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NOS ESTADOS UNIDOS – 1830-1880 (EM US\$ MILHÕES)

| Anos | Gov. Fed | Gov. Est. e e Mun | Bancos | Túneis e Canais | Rodovias | Outros | Total   |
|------|----------|-------------------|--------|-----------------|----------|--------|---------|
| 1830 | 0        | 3,3               | 45,3   | 28,0            | 18,7     | 18,8   | 110,0   |
| 1840 | 0        | 66,5              | 24,8   | 2               | 0        | 16,7   | 110,0   |
| 1853 | 27,3     | 132,5             | 6,7    | 2,5             | 52,1     | 1,3    | 222,1   |
| 1860 | 15,0     | 132,5             | 6,7    | 2,5             | 52,1     | 1,3    | 241,0   |
| 1870 | 1.000    | 107,5             | -      | 5,0             | 243,0    | 35     | 1.390,5 |
| 1880 | 249      | 97                | -      | -               | 899      | 4      | 1.249   |

Fonte: Mira Wilkins, Foreign Investment, p. 50, 91 e 147.

TABELA 2 – PERCENTUAL DE INVESTIMENTOS BRITÂNICOS SOB O TOTAL DE INVESTIMENTOS ESTRANGEIROS NOS ESTADOS UNIDOS (EM %)

|      |     |
|------|-----|
| 1850 | 100 |
| 1860 | 90  |
| 1865 | 88  |
| 1870 | 85  |
| 1880 | 80  |
| 1890 | 77  |
| 1885 | 74  |

|      |    |
|------|----|
| 1900 | 71 |
|------|----|

Fonte: Dunning (1986).

TABELA 3 – NÚMERO DE COMPANHIAS NORTE-AMERICANAS LISTADAS NAS BOLSAS DE NOVA IORQUE E LONDRES – 1870-1910

| Anos | Total<br>Ações | Ações de<br>Ferrovias | Outras |
|------|----------------|-----------------------|--------|
| 1870 |                |                       |        |
| LSE  | 9              | 6                     | 3      |
| NYSE | 27             | 12                    | 15     |
| 1880 |                |                       |        |
| LSE  | 47             | 19                    | 28     |
| NYSE | 103            | 73                    | 30     |
| 1890 |                |                       |        |
| LSE  | 108            | 37                    | 71     |
| NYSE | 118            | 90                    | 28     |
| 1910 |                |                       |        |
| LSE  | 133            | 42                    | 91     |
| NYSE | 306            | 146                   | 160    |

Fonte: Davies e Cull (1988).

TABELA 4 – PARTICIPAÇÃO DOS ATIVOS DAS COMPANHIAS DO PAÍS SOBRE O TOTAL DE ATIVOS NACIONAIS (EM %)

| Período | Reino Unido | Estados<br>Unidos | Alemanha |
|---------|-------------|-------------------|----------|
| 1800-15 | 1,1         | 2,3               | -        |
| 1850    | 4,5         | 5,5               | 0,5      |
| 1875-85 | 6,5         | 9,2               | 1,7      |
| 1900    | 16,3        | 9,3               | 2,9      |

Fonte: Caprio Jr. e Vittas (1997, p. 209).

O fortalecimento do sistema de crédito governamental, estabelecido na Constituição, contribuiu para o aperfeiçoamento institucional do sistema de crédito geral da economia norte-americana, com efeitos positivos sobre a evolução da dívida de governos estaduais e das companhias, viabilizando o projeto de construção da nação. Nas Tabelas 1, 2, 3 e 4, temos a apresentação dos dados sobre a evolução e a transformação do mercado de capitais norte-americano, em que os indicadores de ingresso de capital no período e a distribuição da alocação dos créditos são relevantes índices da transformação da economia e do papel do mercado de capitais e do sistema de crédito.

O mercado de ações inglês teve melhor desempenho do que o norte-americano até o *crash* de 1929, quando os Estados Unidos foram obrigados a adotar um marco regulatório mais

rígido, incluindo normas de transparência (*disclosure*), restrições de alavancagem em mercados especulativos e um sistema de proteção a investidores e minoritários, sob o comando da *Securities Exchange Commission*, a SEC (*Securities Act*, de 1932). Para se ter uma idéia do efeito destruidor da crise de 1929, o PIB dos Estados Unidos sofreu um decréscimo de 26% entre 1929 e 1933, a produção industrial foi reduzida em 36% no mesmo período, o desemprego chegou a 25% da força de trabalho, o índice da Bolsa de Nova Iorque foi depreciado em 75% entre 1929 e 1932, o valor de mercado das principais empresas do índice foi reduzido em 65% entre 1928 e 1930 e 56% dos bancos (Wicler, 1996) faliram entre 1928 e 1930 (Kindleberg, 1993 e Wicler, 1996).).

Após o *crash*, o mercado de ações desenvolveu-se mais lentamente do que o mercado de títulos e o de debêntures, mas a combinação dos dois movimentos contribuiu para o aumento no fluxo de investimento estrangeiro como um todo. No primeiro momento os investidores preferiram títulos de dívida a ações, mas as emissões de ações possibilitaram a criação de uma margem de segurança e proteção adicional para os debenturistas, em função da necessidade de transparência exigida por força de lei para as companhias abertas.

A literatura mostra que a existência de mercados de ações eficientes está fortemente correlacionada à presença de baixos custos de transação associados com ambientes de elevado conteúdo informacional. Bencivenga, Smith e Starr (1986) pesquisaram a relação direta, mesmo que imperfeita, entre os indicadores de eficiência do mercado de capitais de um país e o nível de desenvolvimento da economia real (taxa de crescimento do produto real). A possibilidade dessa relação é explicada pelo fato de que os mercados financeiros provêem liquidez, promovem a aquisição, trocam e disseminam informações e permitem que os agentes adotem a especialização.

Apesar da extensa lista de pesquisa sobre o tema, em sua maioria concentrada na formulação e na modelagem teórica de mercados incompletos,<sup>8</sup> o trabalho de Bencivenga, Smith e Starr tem como mérito o fato de ser praticamente pioneiro na avaliação do processo de correlação entre o volume de atividade nos mercados financeiros e o nível ou eficiência da atividade produtiva da economia. E a principal questão da pesquisa desses autores está associada com a seguinte formulação: como a eficiência do mercado de ações de um país, medida pelos custos de transação, afeta sua eficiência na criação de capital físico e, através dessa variável instrumental, a oferta de bens de consumo e serviços da economia?

As conclusões encontradas corroboram a tese proposta, ou seja, quanto maior a eficiência do mercado de capitais, maiores os ganhos de produtividade na economia como um todo. Em outras palavras, a redução nos custos de transação colabora para o desenvolvimento de efeitos de primeira e segunda ordem sobre a atividade financeira, sendo o principal desses efeitos o alongamento no prazo médio das aplicações, em função da diminuição no espectro de incertezas. Esse quadro de confiança faz com que os investimentos ocorram em prazos mais longos. Como resultado final, temos uma taxa de retorno sobre a poupança maior e uma mudança estrutural na composição dos ativos, o que impõe maior racionalidade e eficiência alocativa na poupança financeira. Os efeitos sobre a poupança, em termos de equilíbrio geral, fazem com que os agentes passem a reter mais sua riqueza na forma de ativos financeiros, pela aquisição das ações etc, e a investir mais em novos projetos que apresentem retorno sobre o capital superior à linha de mercado ponderado pelos riscos associados às diversas opções de projetos. Em função desse mecanismo, uma redução nos custos de transação pode causar aumento no estoque de capital.

Finalmente, a redução nos custos de transação contribui para o aumento no volume de atividades no mercado de ações. Entretanto, uma redução nos custos de transação pode levar

---

<sup>8</sup> Por mercados completos consideramos “o estado da natureza em que a interação das forças de mercado é suficiente para prover todos os bens e serviços, e os preços de oferta ou de produção são inferiores aos preços que os indivíduos estão dispostos a pagar” (Stiglitz, 1981).

ou não a maiores níveis de produção. A pesquisa concluiu que um aumento no volume de atividade financeira do mercado pode estar associado a variações nas atividades do setor real, não sendo possível afirmar, com precisão, com que intensidade podem ocorrer efeitos sobre o aumento no nível da atividade real (produção).

Outro ponto importante para o estudo da influência e do papel do sistema financeiro no desenvolvimento econômico está na aferição do desempenho do mercado de ações no processo de oferta de financiamento para as empresas. Pesquisas recentes em finanças corporativas identificaram os canais de comunicação pelos quais a existência de assimetrias de informação e imperfeições no mercado de capitais pode afetar a capacidade da empresa de captar recursos para seus investimentos.

Embora a evidência empírica sugira que imperfeições específicas possam afetar significativamente as políticas de financiamento e investimento de uma empresa, são escassas ainda as pesquisas que tratam do efeito do nível de desenvolvimento do mercado financeiro sobre as políticas financeiras das empresas. Em trabalho apresentado na *World Bank Review*, Kunt e Maksimovic (1996) procuraram explorar essa relação analisando a hipótese de associação entre as escolhas de composição do capital – e, por conseguinte, da estrutura de passivo financeiro das empresas – e o nível de desenvolvimento dos mercados financeiros, em uma amostra de 30 economias desenvolvidas e emergentes.

A literatura financeira, tradicionalmente, mostra que os mercados de ações desempenham importantes funções na economia, mesmo nos países que possuem um setor bancário bem desenvolvido. Isso se deve ao fato de que os modelos de financiamento de projetos para as empresas, com base em ações ou emissão de dívidas, podem apresentar imperfeições oriundas de tratamentos fiscais ou do funcionamento inadequado do mercado de crédito, o que implicaria que a relação dívida/ações pode não apresentar, em algumas situações, as condições formuladas de perfeita substituição (Tobin, 1980), a despeito do famoso teorema de Modigliani e Miller (1958), reformulado em 1961. O financiamento da emissão de ações

desempenha, de fato, papel-chave na administração de conflitos de interesses que possam surgir entre os diferentes acionistas de uma companhia. Os mercados de ações também oferecem liquidez aos empresários e oportunidades para a diversificação de suas carteiras. A negociação de ações transmite informações sobre as perspectivas da empresa para potenciais investidores e credores.

O trabalho em análise tem relevância por explorar, empiricamente, o efeito do desenvolvimento do mercado financeiro, em particular, o mercado de ações, nas escolhas de financiamento das empresas. Os autores comparam a escolha da estrutura de capital com o desenvolvimento do mercado financeiro.

A análise da amostra de 30 países desenvolvidos e emergentes revelou que existe uma correlação negativa, estatisticamente significativa, entre o desenvolvimento do mercado de ações, medido pela razão capitalização do mercado/PIB, e a razão entre a dívida de curto prazo e a de longo prazo sobre o patrimônio líquido das companhias.

Para os mercados desenvolvidos selecionados na amostra, verificou-se que o desenvolvimento do mercado de ações está associado a um maior uso do financiamento para a emissão de ações, em substituição ao mecanismo de emissão de dívida. Em contraste, nos países emergentes, as companhias de grande porte ficam mais alavancadas em dívidas à medida que se desenvolve o mercado de ações, enquanto as companhias de menor porte não parecem ser significativamente afetadas pelo desenvolvimento do mercado acionário.

Em outro trabalho, Rajan e Zingales (1996), usando a economia norte-americana como referencial para definir a necessidade de financiamento externo (FEx) de cada indústria, definiram a variável como sendo a necessidade de investimento, deduzido o fluxo de caixa gerado internamente pela empresa. A seguir, compararam esses dados encontrados para a economia dos Estados Unidos com os calculados para empresas de 36 países e constataram que as empresas industriais que conseguem ter acesso a fontes estáveis de recursos externos crescem a uma velocidade maior (em termos relativos) que a de países onde os mercados de capitais e

de crédito são menos desenvolvidos. No primeiro caso, as empresas conseguem aproveitar de forma mais eficiente todo o conjunto de projetos disponíveis e com isso alavancam seus resultados.

Como conclusão, podemos afirmar que os mercados financeiro e de capitais colaboram de forma positiva para o desenvolvimento econômico de um país, destacando-se, entre outros, os seguintes fatores:

- **A provisão de liquidez<sup>9</sup> e o fornecimento de financiamento em condições, prazos e taxas compatíveis com as necessidades dos investimentos das companhias são fundamentais para a adequada formação dos preços dos fundos e o direcionamento da poupança, pois diminuem os custos de transação e as incertezas.**
- **A existência de liquidez apropriada nos mercados à vista permite o desenvolvimento de mercados de derivativos, que contribuem para ampliar a diversificação possível das carteiras e dos riscos (geração de proteção - *hedge*).**
- **Os mercados de capitais ajudam a melhorar o monitoramento externo da gestão e da administração das companhias e a construir uma estrutura otimizada de propriedade, pois permite o fracionamento do controle acionário das companhias.**
- **Nos mercados onde a propriedade do controle acionário é pulverizada, as companhias que se desviam dos objetivos de longo prazo dos acionistas podem ser alvo da tomada de controle *hostil*, o que colabora para a diminuição dos problemas do tipo teoria da agência (*Agency-Cost Theory*).**

---

<sup>9</sup> O conceito de liquidez está associado com a possibilidade da execução de uma ordem de compra e venda de um ativo a um preço de negociação corrente no mercado, ou em outras palavras, o preço de um ativo não é influenciado pela decisão individual de comprar ou vender o ativo em mercado

- O estímulo à busca de informações relevantes sobre as companhias aumenta a eficiência informacional dos mercados.

## **6 – A Estrutura Financeira da Firma: o Papel do Custo de Capital para o Valor das Companhias**

A maximização do valor de mercado das companhias é o principal atributo de um mercado financeiro e de capitais eficiente nos termos da HEM. Mas, em que consiste a otimização do valor de mercado de uma companhia? Para responder a essa pergunta é preciso primeiro definir os instrumentos básicos para a avaliação de uma companhia.

A apropriação do valor de uma companhia geralmente é dividida entre dois tipos de investidores: acionistas e credores. A análise do fluxo de caixa descontado pode se basear no fluxo de caixa para cada investidor ou no fluxo de caixa para toda a firma, considerando-se todos os investidores que tenham aplicado recursos na empresa. Para isso, é necessário adequar a taxa de desconto ao risco do fluxo de caixa utilizado.

O valor depende fundamentalmente de seus ativos reais e não da forma como a empresa é financiada. Quando uma empresa financia seus projetos apenas com capital próprio, todo o fluxo de caixa será destinado aos acionistas. Mas, quando ela emite algum tipo de dívida para financiar suas operações, o fluxo é dividido entre credores e acionistas. Quer dizer, apenas o valor das ações é alterado (Pratt, 1998).

O valor de mercado de uma companhia é o valor presente dos fluxos de caixa esperados no futuro, descontados pelo custo médio ponderado de capital, também conhecido como CMPC (custo médio ponderado do capital) ou pela sigla em inglês WACC (*weighted average cost of capital*). Ele consiste em uma taxa média do custo ponderado de todas as fontes de investimentos – incluindo dívida e capital próprio – que estão sendo utilizados por uma firma para financiar suas necessidades de recursos ou em uma média ponderada dos diferentes custos que compõem o financiamento utilizado por uma companhia (o conceito econômico de firma).

O valor de uma companhia é o somatório do valor pertencente a todos os investidores que possuem obrigações contra a companhia. Admitindo-se a premissa da

proposição do teorema de Modigliani & Miller, em que a alavancagem financeira não

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Valor\ Terminal}{(1+WACC)^t}$$

agrega valor aos acionistas, teremos a seguinte expressão para o WACC:

onde  $FCFF_t$  é o fluxo de caixa livre da firma em  $t$ ;  $WACC$  é o custo médio ponderado de capital; e  $Valor\ Terminal$  é o valor esperado para a companhia ao final do período de projeção.

O fluxo de caixa livre da companhia é o resultado do somatório dos fluxos de caixa de todos os investidores que possuem créditos contra a empresa, incluindo-se acionistas detentores de ações ordinárias ou preferenciais e credores detentores de títulos emitidos pela empresa ou outras dívidas securitizadas.

O WACC pode ser escrito como sendo o custo médio ponderado dos retornos requeridos pelos acionistas ( $r_e$ ), adicionado ao retorno requerido pelos detentores de títulos de crédito (dívida),  $r_d$ , ou seja:

$$WACC = (1-L).r_e + L.(1-T).r_d \quad (1)$$

onde  $T$  representa a alíquota de imposto de renda da empresa e  $L$ , o percentual de utilização do fator “capital” (*equity*) na estrutura de financiamento.

As companhias escolhem, entre todos os projetos disponíveis, aqueles que apresentam uma relação retorno-risco mais apropriada ao seu perfil de aversão ao risco, condicionada à oferta de fundos, da mesma forma que os indivíduos escolhem a composição de seus portfólios.

Portanto, podemos definir o ativo total de uma companhia como sendo dado por  $\beta_\alpha$ , que representa o portfólio formado pela média ponderada dos ativos e dos projetos.

Desse modo, podemos escrever que o portfólio dos projetos ou o ativo total de uma companhia é constituído pelo somatório de todos os projetos elencados pela companhia ou:

$$\beta_\alpha = \sum_{j=1}^N w_j \cdot \beta_j \quad (2)$$

onde  $N$  é a quantidade total de ativos da companhia e  $w_j$  é a proporção do valor da firma investido no projeto  $j$ .

O WACC de uma companhia pode ser expresso de uma forma alternativa como sendo igual a:

$$WAACC = R_f + \beta_\alpha \cdot (R_m - R_f) \quad (3)$$

Essa fórmula é equivalente à do CAPM, ou seja, o custo médio de capital é formado levando-se em conta a remuneração de um ativo sem risco acrescido da razão de sensibilidade entre o risco do negócio de uma companhia e o risco de mercado.

O custo do acionista medido pelo CAPM depende diretamente da alavancagem financeira da firma (capital de terceiros versus capital próprio). Quanto maior a alavancagem, maior será o custo do acionista. A obrigatoriedade dos pagamentos de juros aumenta a variância do lucro líquido, ou seja, níveis elevados de alavancagem ampliam o lucro líquido em períodos de crescimento econômico e o diminuem em períodos de recessão. Se todo risco da firma é proveniente dos retornos dos acionistas, isto é, o  $\beta$  da dívida é zero, e caso a dívida proporcione um benefício fiscal, então o  $\beta$  alavancado (ou do capital) será igual a:

$$\beta_L = \beta_U \cdot \left( 1 + \frac{D}{S} \cdot (1 - T) \right)$$

onde  $\beta_L$  é igual ao  $\beta$  alavancado;  $\beta_U$  é igual ao  $\beta$  não-alavancado ou  $\beta$  do ativo ;  $D/S$  equivale à relação dívida-capital próprio; e  $T$  é a taxa efetiva de impostos praticada para a

empresa. Portanto, o  $\beta$  alavancado do acionista é determinado tanto pelo risco do negócio em que a empresa opera, como pelo tamanho de sua alavancagem financeira.

A conversão do  $\beta$  alavancado no  $\beta$  do ativo é feita utilizando-se a seguinte fórmula:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left(1 + \frac{D}{S} \cdot (1 - T)\right)}$$

Podemos então escrever o  $\beta$  do ativo como sendo dado pela relação entre a estrutura de capital e a taxa efetiva de impostos da empresa:

O retorno exigido sobre as ações, como é sugerido pela HEM, é dado utilizando-se o CAPM. Então, podemos escrever a nova relação de (3) pela equação:

$$K_e = R_f + \beta_L \cdot (R_m - R_f)$$

onde  $K_e$  é o custo do acionista alavancado;  $R_f$ , a taxa de juros livre de risco;  $\beta_L$  equivale ao  $\beta$  alavancado; e  $R_m$ , ao retorno esperado de mercado, de modo a assim determinar o WACC, agora usando a estrutura de financiamento escolhida pela companhia utilizando a seguinte fórmula:

$$WACC = \frac{S}{D + S} \times K_e + \frac{D}{D + S} \times K_D \times (1 - T)$$

onde  $S$  é igual ao valor de mercado das ações;  $D$  equivale ao valor de mercado da dívida;  $K_e$  é custo do acionista alavancado;  $K_D$  é custo da dívida; e  $T$  é igual à taxa efetiva de impostos.

Como podemos observar, a existência de eficiência no mercado de capital e no de crédito (dívidas) é fundamental para assegurar as condições de maximização da utilização de todas as oportunidades disponíveis, ou seja, para a plena realização dos projetos factíveis e disponíveis para uma empresa.

Uma situação com essas características é condição necessária para assegurar que a poupança financeira disponível da sociedade esteja sendo otimizada em sua alocação. Podemos afirmar que, em mercados eficientes, não existem projetos disponíveis na economia que, ponderados pelos devidos coeficientes de aversão aos riscos dos empresários e investidores, não estejam a cada momento do tempo sendo realizados e otimizados em sua execução.

## **7 – A Globalização e o Custo do Capital**

Como analisamos acima, a estrutura financeira de uma empresa é condicionada pela existência de mercados financeiros e de capitais eficientes. Em trabalho pioneiro realizado para o NBER, Stultz (1999) procurou estudar a influência da globalização dos mercados de capitais sobre a estrutura de capital das empresas. A argumentação inicial do trabalho estava voltada para a necessidade da constatação da hipótese, formulada pela teoria, de que a globalização, por configurar uma ampliação na fronteira de portfólios, redundaria em um decréscimo do custo de capital para as empresas de países emergentes inseridas nos mercados globais.

As principais razões para isso estariam no fato de que, em primeiro lugar, o retorno em ações esperado e exigido pelos investidores para compensar os riscos assumidos cairia à medida que aumentasse a diversificação dos portfólios. E, em segundo, os chamados custos da agência (existência de assimetria informacional entre investidores/credores e administradores ou controladores), que colaboram para a existência de elevados custos de fiscalização e monitoramento externo das empresas, tenderiam a diminuir com a abertura das negociações das companhias em mercados de capitais globais (uma espécie de efeito-escala, com a diluição dos custos da fiscalização pela exigência de um melhor perfil e de qualidade na governança da companhia).

Uma importante constatação da pesquisa apontou para um possível erro metodológico, comumente empregado em outras análises, que consiste em se admitir a hipótese de que o coeficiente de aversão ao risco entre países é constante, da mesma forma que a taxa de desconto utilizada também seria invariante no tempo. Ocorre que o tamanho do país pode afetar a

covariância entre os riscos assumidos, de modo que, à medida que aumenta a diversificação das carteiras, a taxa de desconto deveria diminuir, pois o risco global do investidor estaria caindo.

As principais conclusões encontradas pelo trabalho foram que, de fato, a abertura de mercados de capitais e a desregulamentação dos fluxos financeiros contribuem positivamente para o decréscimo na taxa de desconto, só que de forma lenta. A velocidade da convergência é inferior à taxa esperada pela formulação teórica e a explicação pode ser encontrada em três conjuntos de fatores.

O primeiro se deve ao fato de que as legislações de países em processo de globalização convergem lentamente para o padrão (*benchmark*) exigido pelos investidores.

O segundo fator se refere ao fato de que a regulação existente nesses mercados não assegura, pelos critérios dos países exportadores de capital, níveis adequados em termos de confiança e de respeito às regras, o que acaba contribuindo para uma diminuição mais suave dos custos de monitoramento das companhias, redução essa inferior à trajetória esperada pela teoria (especialmente no item relacionado com a distribuição dos benefícios da apropriação do *cash flow* das companhias).

Finalmente, o terceiro fator estaria correlacionado à matriz de covariância entre o mercado do país integrado e a variância do mercado norte-americano. Um país pequeno com elevado componente de volatilidade e com uma covariância muito positiva em relação ao mercado dos Estados Unidos seria pouco beneficiado pela abertura de mercado ou se apropriaria mais lentamente dos benefícios da globalização. Isso quer dizer que o tamanho, a forma e a constituição do mercado importam no processo mas o custo de capital das companhias desses países é reduzido de forma suave. Em suma, o movimento acontece, mas os efeitos só aparecem à medida que os mercados de ações e crédito para as empresas são ampliados.

Outra importante conclusão do trabalho aponta na direção de que, possivelmente, as expectativas de inserção de companhias de mercados emergentes em programas do tipo ADR<sup>10</sup> seriam as principais responsáveis pela presença freqüente de um componente esperado de valorização das ações antes do início de sua efetiva negociação em bolsas internacionais. No entanto, *ex post*, tal não se refletiria na diminuição do custo de capital das companhias pioneiras e tudo se passa como se houvesse uma espécie de custo de aprendizado para os programas iniciais de emissão de títulos e ações de empresas pioneiras de países emergentes em mercados globais. O custo, o tempo de resposta e a intensidade da redução do custo do capital irão depender, em boa parte, da eficiência do sistema financeiro local, da qualidade das instituições (regras e regulação) e da própria inserção global do país.

## **8 – Comparando Sistemas Financeiros**

A comparação de sistemas financeiros pode, contudo, apresentar diferentes formas e metodologias de apreciação, como podemos perceber em uma publicação recente de Allen e Gale (1999). A pesquisa faz ampla reflexão sobre os modelos de sistemas financeiros desenvolvidos nos Estados Unidos, na Europa (Inglaterra, França e Alemanha) e na Ásia (Japão).

A comparação de sistemas financeiros e a análise das diferenças institucionais mostram que a avaliação da eficiência desses sistemas constitui um tema extremamente complexo. E a principal conclusão que se pode verificar em um modelo mais amplo de análise é que os modelos e sistemas financeiros, quando observados na prática, possuem vantagens e desvantagens típicas de valores e opções estratégicas.

As principais diferenças encontradas recaíram sobre o papel dos intermediários financeiros no financiamento das empresas, a competição externa e a abertura de mercados, a

---

<sup>10</sup> ADRs são títulos representativos de ações estrangeiras (não norte-americanas) negociados nas bolsas ou nos sistemas de negociação dos Estados Unidos.

comunicação mercadológica e funcional entre o sistema bancário e o mercado de capitais e de seguro, a disseminação das informações relevantes, os mecanismos de tomada de controle de companhias e as formas de exercício da gestão corporativa, a autonomia regulatória, os graus de concentração e os mecanismos de governança corporativa . No que diz respeito à postura dos agentes privados e à participação estatal na propriedade do sistema bancário (bancos comerciais), o modelo norte-americano encontra-se em uma ponta e o alemão em outra, enquanto o modelo japonês é o que apresenta menor abertura ao capital estrangeiro e o que apresenta maior intervenção do Estado na alocação do crédito bancário.

## **9 – A Regulação e o Papel do Estado**

A atividade de regulação, fiscalização, supervisão e monitoramento do sistema financeiro e dos mercados de capitais, seguros e previdência privada é uma das mais importantes e complexas funções do Estado moderno, principalmente, nos defrontamos com um ambiente de economia em processo de globalização.

As funções de macroregulação podem ser expressas e materializadas pelo conjunto de ações de natureza institucional efetuadas pelo Estado moderno. As funções da regulação consistem na emissão de regras restritivas de determinados comportamentos e ao uso do poder de correção de desvios de conduta. Por essa ótica, o Estado regulador desempenha o papel de guardião do fiel cumprimento de contratos entre agentes privados e públicos, ao mesmo tempo em que se torna o agente garantidor do fiel cumprimento das regras de transparência e da qualidade das informações relevantes e o agente fiscalizador dos níveis de solvência do sistema.

Kane (2000) desenvolveu a tese de que essa seria uma função altruísta do setor público. A regulação seria o conjunto de instrumentos normativos por meio dos quais o Estado conseguiria aumentar a confiança da sociedade como um todo nos mercados, garantindo a existência e o equilíbrio. No entanto, Kane apresentou uma alternativa a essa interpretação, o

que chama de “visão ética da regulação”, usando os instrumentos conceituais desenvolvidos por Jensen e Meckling (1975) na denominada *agency-cost theory*.<sup>11</sup>

A função principal do Estado regulador, na formulação “altruística”, seria a de estabelecer condições necessárias à maximização do bem-estar da sociedade, pela eliminação de assimetrias informacionais ou de possibilidades de equilíbrios múltiplos em mercados, restringindo as condições favoráveis à formação artificial de preços de ativos ou ainda de distorções contratuais que colaborem para a oferta de serviços financeiros imperfeitos.

A função básica da regulação, portanto, seria a de estabelecer um sistema de proteção capaz de assegurar a minimização das possibilidades de desvios ao livre funcionamento do mercado, seja por condutas dos participantes ou entes regulados, seja por práticas não-equitativas. Nesse contexto, a existência de um sistema com baixos custos de transação é condição primeira para o alcance dos objetivos formulados. Regulação prudencial seria, portanto, o monitoramento constante do sistema, com a criação de instrumentos de estímulos e desincentivos às práticas nocivas ao bom funcionamento dos mercados.

A força da coação decorre da aplicação das punições por parte do órgão regulador que, em conjunto com os incentivos e os mecanismos de proteção e valorização do negócio, criadas pelo próprio mercado, devem ser suficientes para o estabelecimento de um ambiente de corresponsabilidade, com reciprocidade entre as ações conjuntas do órgão regulador e as dos entes regulados. Esse estado de colaboração deve ser capaz de perseguir falhas potenciais ao livre funcionamento do mercado e corrigi-las de forma preventiva.

Na teoria da *agency-cost*, a regulação seria um mecanismo encarregado de garantir a qualidade dos serviços financeiros pela imposição de incentivos adequados aos agentes (custos,

---

<sup>11</sup> Teoria que reconhece na existência de conflitos de interesses entre os diversos agentes, que agem e reagem em suas ações econômicas, motivados pela existência de diferentes conjuntos de incentivos de mercado, daí a origem para o aparecimento da regulação. A regulação seria, portanto, a introdução, de forma impositiva, de regras que estabeleceriam e garantiriam o bem-estar de um setor da sociedade a expensas de interesses de outros.

punições, restrições), de forma a garantir o fiel cumprimento e o *desempenho* esperado nas obrigações contratuais pactuadas, mesmo em condições adversas para um dos contratantes (situações de *stress*). Essa teoria enfatiza a necessidade de a regulação ser direcionada para a conciliação e a solução de conflitos de interesses entre instituições financeiras, consumidores, reguladores e contribuintes (impostos), mas admite a possibilidade de a agência reguladora vir a representar certas partes, no sentido de restabelecer as condições inicialmente pactuadas, sempre que houver claros indícios de fragilidades nas relações contratuais entre o agente e o principal. Uma situação de confronto, quando não saneada, poderia vir a provocar a perda de confiança no próprio instrumento contratual. A deterioração da confiança dos agentes poderia contribuir para perdas de eficiência no mercado (função de agente de defesa da integridade dos contratos e do equilíbrio informacional do mercado).

Em qualquer das teorias em exposição, a regulação é uma função inerente ao Estado e, mesmo quando é delegada a agentes privados – caso típico de mecanismos de auto-regulação. Moreira (1997) –, deve ser entendida como uma concessão de um serviço exclusivo do Estado, o que significa que os que a recebem, quando no exercício da atividade profissional, fazem-na em seu nome. A auto-regulação, por ser um apêndice do Estado, necessita da existência de um instrumento legal que estabeleça as condições, os termos e as responsabilidades, preferencialmente contratuais, envolvidos na relação entre o regulador e os agentes da auto-regulação (SRO).<sup>12</sup>

A função principal da regulação está na possibilidade da fixação regras nas ações individuais que possam provocar desvios à livre formação dos preços de serviços e limitações ou restrições nos contratos de serviços e ocorre via edição de normas e regras que delimitam os limites e as restrições à liberdade de determinados grupos. Essa função constitui a coluna

---

<sup>12</sup> Entidades de mercado que recebem, por delegação, as atividades de regulação, devendo agir como verdadeiros agentes auxiliares dos órgãos de regulação. Para uma visão mais detalhada do assunto ver: Auto-Regulação Profissional e Administração Pública, Vital Moreira, 1997. Ed Almedina. Portugal

vertebral do chamado moderno ***modelo contratualista***, que está no núcleo teórico da formulação da teoria da regulação.

### ***9.1 – A Regulação de Mercados Financeiros***

A globalização financeira e o aumento da competição entre serviços financeiros têm exigido dos agentes reguladores não só nova postura, bem como a redefinição dos objetivos regulatórios e das suas políticas de atuação. As recentes mudanças nas estruturas regulatórias da Austrália, do Reino Unido e do Japão apontam para a necessidade de uma visão integrada dos reguladores, com ênfase na busca de um ambiente regulatório *ótimo*, em que haja maximização do valor da sinergia envolvida na relação entre os agentes reguladores.

Segundo Hoenig (1996), o modelo de regulação de um país deve levar em conta a existência de um mundo de plena mobilidade de capitais, onde os agentes econômicos fazem arbitragens de ativos e mercados e onde deficiências regulatórias são consideradas custos de transação ou falhas de mercado, podendo colaborar para a consolidação ou o esvaziamento de mercados inteiros. O padrão anglo-saxão de regulação passou a ser a norma exigida para a sobrevivência de centros de liquidez e a condição inicial para o desenvolvimento da oferta e demanda (existência de mercado) por serviços financeiros globalizados, tais como a colocação de ações, a venda de seguros, os resseguros, o crédito bancário de longo prazo e planos de previdência privada.

Para a análise da racionalidade econômica decorrente da regulação de sistemas financeiros (Dale e Wolfe, 1997), precisamos de uma definição mais clara de alguns elementos conceituais.

Em primeiro lugar, é necessário fazer uma distinção entre regulação (estabelecimento de regras específicas de comportamento), fiscalização (observação de como as regras são obedecidas) e supervisão (verificação do comportamento operacional das empresas financeiras). Essa distinção conceitual é necessária porque a argumentação da eficiência da

concentração e da centralização da fiscalização em uma única agência de regulação está fundamentada na hipótese de maximização das economias de escala e de escopo. Essa maximização, por sua vez, é proporcionada pelas externalidades positivas derivadas da fusão das entidades reguladoras de mercados específicos em uma agência única, possibilitando a regulação, a fiscalização e a supervisão de produtos, mercados e serviços sob uma ótica voltada para a integração e complementaridade.

Em segundo lugar, as agências reguladoras devem ser vistas como ofertantes de serviços de regulação, fiscalização e supervisão, em que os demandantes são investidores institucionais, especialistas ou formadores de mercado, instituições financeiras, seguradoras, consumidores, companhias e entes externos. A complicação surge em função das características da oferta dos serviços da atividade de regulação.

A oferta dos serviços de regulação ocorre de forma compulsória pela agência, não sendo claro para os demandantes qual o valor contido na informação gerada pela regulação. Essa ausência de mecanismos de mercado acarreta uma distorção na formação do preço ou do valor que os usuários pagariam pelo serviço, pois a regulação é claramente, um produto com as características de bem público (ou seja, o consumo do bem por um demandante não diminui a quantidade ofertada para os demais consumidores). Aliado a isto está o fato de que os agentes econômicos detêm graus diferenciados de informação sobre o mercado em que atuam. Deste modo, a oferta da regulação tem de considerar a hipótese de que o mercado apresenta situações de assimetrias informacionais e que agentes e instituições operam por meios e ações não-homogêneas.

A constatação da existência de agentes com conteúdos informacionais não-homogêneos (configurando assimetria informacional) é fundamental para compreendermos a apropriação dos conceitos da economia da informação por parte da teoria da regulação financeira. Na economia da informação, é admitida a hipótese da existência de mercados com

assimetria informacional, havendo três classes de agentes em atuação, que, em nosso caso, seriam investidores ou consumidores de serviços financeiros:

22) Os atacadistas – São os grandes investidores, agentes que pelo porte das operações podem alterar a formação dos preços dos serviços ou ativos em negociação, com condições de propor mudanças em cláusulas ou termos de contratos de prestação de serviços financeiros, societários ou projetos de investimento. Por suas características, são definidos como *insiders*.

23) Os *especialistas* – São os agentes de mercado, profissionais ou entidades ou firmas que atuam no mercado arbitrando desequilíbrios ou dando liquidez, podendo formar preços em ativos e deter ocasionalmente, informações relevantes sobre o ativo negociado. São chamados de *market makers*.

24) Os *consumidores* de serviços financeiros, que são os agentes econômicos não-especializados, chamados de *outsiders*.

Em função dessa tipificação dos agentes em atuação nos mercados, uma série de pesquisas analisou a natureza e os efeitos da existência dos chamados “ruídos” (*noise*) nos negócios e nos mercados financeiros em geral (Black, 1986; Shleifer e Summers, 1990).

Os autores definem “ruídos” como qualquer desvio que o preço de um ativo possa apresentar em relação ao seu “valor verdadeiro”, definido como o preço correspondente a toda informação relevante, publicada ou não. Para Black, “ruído” e “informação” são coisas distintas, sendo o primeiro apenas um preço espúrio resultante da incapacidade dos investidores em *precificar* corretamente a informação obtida.

Juntamente com esse conceito, também são definidas duas categorias de investidores: os operadores de ruídos - “*noise traders*” - e os negociadores de informações - “*information*

*traders*”. Os primeiros transacionam motivados por “ruídos” como se estivessem baseando em informações verdadeiras, isto é, utilizam um conjunto menor de informações nas suas compras e vendas. Os últimos negociam com ênfase em análises fundamentalistas e prescindem mais de liquidez pois o *timing* de seus negócios está mais comprometido com informações verdadeiras do que com possíveis distorções nos preços. Portanto, estaria correto o pressuposto de que os negociadores de informação conhecem melhor o “valor justo” do ativo, de modo que quanto mais o preço do ativo desviar-se desse patamar, mais agressivos eles serão.

Cumprе ressaltar que essa classificação define uma linha divisória útil, ainda que difusa e impossível de traçar com precisão, pois mesmo os “negociadores de informação” podem pensar que estão transacionando com informação quando, na verdade, ao menos em parte, estariam sendo iludidos por alguma espécie de “ruído”.

Os trabalhos de Black, Shleifer e Summers ainda apresentam ponderações sobre o comportamento de tais classes de investidores e possíveis efeitos de suas atuações nos preços e na volatilidade dos ativos. Para Black, quanto mais negociadores de ruídos (“*noise traders*”) estiverem em operação no mercado, maior será a liquidez e menos eficiente será o mercado, pois os preços não refletirão corretamente o valor verdadeiro dos ativos nele negociados.

Da mesma forma, quanto mais “*noise traders*”, maior será a presença de “*information traders*”. E isso por duas razões: porque estes necessitam da liquidez fornecida por aqueles e porque a presença dos primeiros aumenta a chance de os últimos comprarem ou venderem “fora do preço”. Se essa hipótese for verdadeira, reduzir a presença dos negociadores de “ruído” é igual a diminuir a liquidez do mercado e a presença dos negociadores de informação. Além disso, o “ruído” tende a ser cumulativo, isto é, com ele os preços tendem a se desviar mais e mais de seu valor original, só sendo anulado pela presença de informação verdadeira fornecida pelos negociadores de informação.

Os trabalhos em exposição mostram uma *correlação entre a presença de ruído e a volatilidade e a autocorrelação dos retornos* de um determinado ativo. Além disso, revelam a

existência de uma relação positiva entre a existência de “ruído” e a volatilidade e de que qualquer mudança na negociação que envolva “ruído” alteraria a volatilidade e a estrutura de autocorrelação dos retornos do ativo. Essa constatação proporciona a elaboração de uma hipótese a respeito da natureza dos investidores que transacionam e realizam operações entre e com diversos ativos em mercados ou horários de funcionamento diferentes.

Em outra pesquisa, Wang (1994) baseia-se na suposição de que diferentes grupos de investidores possuem diferentes níveis de informação sobre o processo de dividendos da firma. A conclusão mais importante de sua pesquisa foi que *o volume negociado está positivamente relacionado com o nível de simetria da informação*. Karpoff (1987) encontrou uma *relação significativa e positiva entre volume e volatilidade*. Um modelo teórico parecido é o de Kim e Verrecchia (1991), no qual a informação pública é associada com o aumento do volume negociado, sendo esse aumento uma função positiva da precisão do sinal manifestado pela informação pública.

O que esse conjunto de trabalhos de pesquisa de diversos autores e com metodologias complexas nos revela é que, em decorrência da existência de agentes com diferentes posturas e inserções nos mercados, o equilíbrio de mercado pode, como corolário, ser insuficiente para produzir mercados eficientes (Merton, 1987; Miller, 1998). Os mercados seriam incompletos ou, havendo equilíbrio, mesmo que estável tal equilíbrio poderia não ser global ou único.

A segunda conclusão é que, em função da existência de externalidades, a regulação de serviços financeiros pode colaborar para a obtenção de equilíbrios estáveis. Ocorre que a regulação é um serviço ou atividade *não-precificável*, daí a dificuldade na provisão de tais serviços em quantidades e preços compatíveis com o equilíbrio de mercado.

A terceira conclusão mostra que, dadas as características de formação do custo (preço) da oferta dos serviços de regulação financeira, a combinação de quantidade de regulação ofertada com a regulação demandada pode proporcionar uma situação em que ela pode estar

sendo superofertada pelos reguladores e subdemandada pelos consumidores (regulados), em função de sua característica de bem público.

A regulação impõe custos não-uniformes entre os agentes e de forma diferenciada, o que irá se refletir na formação de preços dos serviços financeiros ofertados. Custos excessivos decorrentes de uma regulação marcada pela aversão ao risco dos reguladores podem inibir mercados, o mesmo ocorrendo quando a oferta de regulação se dá em quantidades inferiores ao socialmente desejado. E isso acaba colaborando para uma oferta de serviços financeiros com elevado risco individual e alta concentração de risco.

Por fim, a regulação tende a mudar o comportamento dos agentes regulados. A imposição de regras e as restrições de conduta e ações criam estímulos diferenciados entre os entes regulados. E combinações de incentivos e restrições, que implicam a distribuição de custos de forma não uniforme entre os diversos atores objetos da regulação, afetam o comportamento destes diante de uma dada situação de risco.

A regulação pode ser entendida como um conjunto de contratos, leis, regulamentos e ações de fiscalização e supervisão que impõem incentivos (custos e benefícios) para os agentes regulados (firmas, consumidores), de forma a ajustar suas ações e comportamentos diante de situações ou avaliações de risco, inclusive o monitoramento do seu próprio sistema de avaliação e gerenciamento de risco.

Em um arcabouço institucional mais elaborado, a regulação deve ser vista como um processo de criação de incentivos compatíveis com as obrigações pactuadas em contratos entre agentes (firmas e consumidores), de tal sorte que as firmas reguladas tenham incentivos a adoção de comportamento consistente com os objetivos sociais de estabilidade sistêmica e proteção aos consumidores.

Se os incentivos da relação regulador-regulado forem bem definidos, a regulação induz as firmas reguladas a um comportamento apropriado. Em caso contrário, pode colaborar para

aumentar a probabilidade de as firmas adotarem comportamentos que elevem o risco sistêmico. Em tal situação, um agente individual contribui para aumentar o risco de perda do mercado como um todo pela existência do chamado *risco moral*, que se caracteriza pelo estado da natureza em que um agente, por suas ações, pode forçar uma situação de internalização por outros agentes do custo de suas posições tomadas contra o mercado, apresentando elevada probabilidade de o benefício potencial auferido ser inferior ao esperado.

Essa anormalidade ocorre em face da repartição das perdas do agente com os diversos participantes do mercado. Em contrapartida, a mesma situação pode levar à internalização dos ganhos decorrentes das mesmas ações, só que de forma individual. Em resumo, temos a coletivização dos prejuízos e a privatização dos benefícios.

Esses princípios determinam a perspectiva da ação da regulação e o arranjo de um modelo de ações que estabeleça um conjunto de instrumentos regulatórios que otimizem o bem-estar social. É o que a teoria econômica define como uma *estratégia regulatória consistente* (Kane, 1986).

De toda forma, como já enfatizado, os benefícios e os custos da regulação tendem a cair de forma diferenciada entre os diversos agentes de mercado. Em especial, há maior incidência sobre os ofertantes com o objetivo de proteger os consumidores de serviços financeiros. Estes são aqueles agentes econômicos que, em suas relações contratuais, formais ou não, com ofertantes de serviços financeiros ou entes regulados<sup>13</sup> (firmas, bancos, seguradoras, planos de previdência, serviços de custódia, serviços de negociação de títulos), aderem a termos isolados ou à totalidade de contratos (de prestação de serviços ou pactos societários) nos quais a delimitação de seus direitos, deveres e obrigações encontram-se definidos prévia e formalmente (com a aprovação ou não de um órgão regulador ou por regras de usos e costumes). A aprovação dos termos, no entanto, não garante consistência à prestação

---

<sup>13</sup> Instituições financeiras, seguradoras, emissores de valores mobiliários, gestores de recursos, agentes de custódia e compensação de títulos etc.

do serviço acordado. Na ocorrência de desvios, a ação individual do consumidor pode não ser suficiente para alterar ou mudar essa situação.

Consumidores de serviços financeiros tendem a comportar-se, diante da existência de um agente externo de regulação, com maior confiança e credibilidade nas instituições reguladas<sup>14</sup>. A regulação provoca uma externalidade positiva sobre a formação dos mercados, gera confiança nas regras do jogo e transmite maior segurança nas relações entre consumidores e ofertantes de serviços financeiros quanto ao fiel cumprimento dos contratos pactuados.

No entanto, a regulação tende a uniformizar as características dos produtos e serviços ofertados pelas instituições reguladas e a propiciar o aparecimento das chamadas *inovações financeiras* (Kane, 1986), que consistem em produtos, criados e oferecidos pelas instituições financeiras aos consumidores de serviços, que, na percepção dos contratantes, incorporam os benefícios do ambiente de segurança da regulação. Agindo assim, as firmas conseguem aumentar sua participação nos mercados, obtendo ganhos com renda extra e maior valor de franquia (*franchise*). Não obstante, é preciso estar atento, pois é possível ocorrerem situações em que tais produtos ou as cláusulas da prestação de serviços podem não estar protegidos pela regulação.

As firmas reguladas por necessidade mercadológica são tentadas individualmente a adoção de estratégias de comportamento em seus negócios que não sejam abarcadas pelas regras restritivas impostas pelos agentes reguladores. E a busca por benefícios decorrentes dessa fuga às limitações do marco regulatório aumenta à medida que a ação de uma firma isolada não for acompanhada pelas demais, traduzindo um fenômeno conhecido na literatura como benefícios do “carona” (*free rider*). Se, aos olhos dos consumidores, o mercado como um todo

---

<sup>14</sup> Há que se resguardar, porém, contra a possibilidade de ocorrer uma espécie de *miopia*, isto é, situação em que os agentes podem tomar atitudes agressivas nas aplicações financeiras ou na compra de ativos ou serviços financeiros. Ações que em que os consumidores podem esta assumido posições aversão ao risco por conta de erros na avaliação de estados da natureza, fruto de excessiva confiança na eficiência regulatória.

está protegido pelo manto da regulação, a inovação também tende a ser percebida como legal e regulamentada e sua oferta pode se desenvolver normalmente, daí advem os lucros do “carona”.

Esse efeito é conhecido na literatura como *dialética regulatória* (Kane, 1988), ou seja, a situação em que as firmas reguladas são constantemente tentadas a procurar, pela oferta de produtos e serviços diferenciados do *padrão de mercado*, a descoberta de condições ou meios capazes de diminuir os efeitos restritivos da regulação existente em mercados. A instituição procura uma forma de ampliação de suas atividades e receitas, uma vez que o benefício auferido pela *inovação* pode afetar de forma positiva o valor do negócio, interferindo em sua rentabilidade.

A ampliação da participação no mercado “*market share*” pela instituição pode despertar a atenção dos concorrentes ou da agência de regulação, o que resultaria na imposição de novas restrições ou na oferta do produto ou serviço pela concorrência, forçando as empresas a um nova rodada (*loop*) de inovações. Nesse aspecto, a regulação deve funcionar de modo a assegurar condições para a livre competição entre as instituições financeiras e companhias, sem a possibilidade do desenvolvimento do privilégio do monopólio, da cartelização ou de restrições de qualquer tipo à livre oferta de produtos e serviços, exceto quando o processo se origina de uma vantagem tecnológica específica ou decorre de externalidades. O resultado final é a equalização das margens de retorno dos produtos e serviços ofertados.

Uma distinção importante a ser feita se refere aos objetivos da regulação. O que a agência reguladora deseja obter com a racionalidade da regulação? Por que a regulação é necessária? Quais objetivos devem ser alcançados e quais as razões da regulação? Por que, na prática, a regulação deve ser imposta?

No caso específico de serviços financeiros, a regulação governamental pode ser justificada como sendo necessária para:

- Preservar a integridade do sistema financeiro contra eventuais riscos de natureza sistêmica, efeitos de contágios e choques de natureza adversa, locais ou externos;
- Monitorar o comportamento de instituições financeiras, em face de elas serem contrapartes em contratos de prestação de serviços que envolvem a guarda fiduciária de valores e gestão de poupança de consumidores ou investidores por prazos longos, o que acarreta custos de saída e eventuais perdas em caso de quebras dessas instituições;
- Identificar e corrigir imperfeições e falhas no mercado;
- Proteger consumidores, no caso dos serviços financeiros, de desvios e fraudes em contratos de serviços, garantindo, então, a regulação à proteção dos consumidores contra:
  - A possibilidade de ambientes de insegurança e a insolvência de instituições;
  - Perdas não-pactuadas provenientes de informações não-fornecidas pelos contratantes;
  - Perdas por fraude em gestão de recursos;
  - A oferta enganosa de serviços;
  - A avaliação enganosa de riscos por gestores de recursos;
  - A discriminação entre consumidores;
  - O tratamento discricionário;
  - A oferta de serviços sem a exposição adequada dos riscos assumidos por consumidores não-especializados; e
  - Operações que envolvam a *lavagem de dinheiro*.

Na prática, as instituições financeiras bancárias podem criar moeda, o que implica mudanças na oferta de crédito da economia e na apropriação do bem-estar da sociedade. Em função dessa particularidade, especial atenção deve ser dada aos demonstrativos e à consistência das informações, além da adequada compreensão dos sinais emitidos pelas instituições financeiras. Isso porque as falhas de mercado podem colaborar para a apropriação de externalidades negativas pelos agentes, em especial os consumidores que detenham assimetria informacional, com destaque para o fato de que (Llewellyn, 1998 e 1999):

- a) a liquidação extrajudicial ou a falência de instituições financeiras e de seguros pode impor custos e perdas a terceiros não envolvidos diretamente como contraparte de contratos diretos de serviços (efeito-contágio);
- b) a liquidação extrajudicial ou a falência de uma instituição financeira pode resultar em corrida para saques em ou mesmo para a falência de outras instituições financeiras;
- c) ações de controladores de empresas contra os direitos dos minoritários podem redundar em perda de credibilidade para os investidores em ações e títulos;
- d) a liquidação extrajudicial ou a falência de instituições financeiras (com depósitos segurados ou não) pode impor custos para os contribuintes;
- e) os contratos de serviços financeiros diferem dos contratos de serviços *normais ou tradicionais*, pois ao primeiro está relacionada a guarda fiduciária de poupança financeira de indivíduos, na qual estão contidas expectativas de valorização futura de ativos e confiança em instituições, e a ocorrência de falhas na contraprestação dos serviços está normalmente associada à quebra ou à deterioração das condições de solvência e liquidez do ofertante dos serviços;

- f) os desvios de conduta e as deficiências na gestão dos recursos de planos de previdência de benefício definido podem colaborar para perdas não-esperadas de empresas e contribuintes;
- g) a oferta enganosa de serviços financeiros pode alterar a credibilidade nas instituições financeiras como um todo, afetando a alocação da poupança financeira;
- h) informações distorcidas sobre a saúde financeira de empresas, seguradoras e instituições financeiras podem impor desnecessários e elevados custos de informação sobre atuais e futuros usuários de serviços financeiros;
- i) um baixo desempenho dos mecanismos de controle interno das instituições e imperfeições na concorrência podem acarretar deficiências na oferta de serviços bancários e de seguro, o que acaba colaborando para o aumento do risco dos negócios e da economia;
- j) o mercado é constituído por agentes heterogêneos em avaliação de risco, informação e capacidade de influenciar a execução de contratos de serviços financeiros; e
- k) os consumidores tendem a confiar em instituições e serviços ofertados por instituições reguladas, o que causa uma relação cruzada entre a oferta de regulação e o alvo da regulação.

A análise das razões da regulação mostra que dois tipos diferentes de regulação e supervisão são identificados:

- l) a regulação prudencial, que consiste em focar a regulação sobre a solvência (adequação de capital aos riscos tomados) e a segurança das instituições financeiras; e

m) a regulação da conduta nos negócios, que observa como as instituições conduzem seus negócios em suas relações com os clientes.

A proteção a consumidores pode e deve ser exercida por duas razões:

- **Primeiro porque a instituição em que o consumidor tem suas aplicações pode se tornar insolvente ou alterar resultados (lucros); e**
- **Segundo porque a conduta dos administradores, gestores e controladores de companhias, bancos, seguradoras ou gestores de fundo de pensão pode ser insatisfatória ou partes de contratos podem estar sendo violadas.**
- **9.2 A –Regulação Prudencial**

A necessidade de uma regulação e supervisão prudencial voltadas para instituições financeiras, gestores de fundos e planos de previdência decorre do fato de que os consumidores de serviços financeiros contratam em mercado serviços e produtos baseados em um conjunto de informações previamente colhidas em um certo momento do tempo; O que pode se mostrar falho quando ocorrem mudanças na percepção de risco ou ainda quando se altera significativamente ao longo do período do contrato e em desfavor do contratante, algumas condições basilares da relação contratual, de modo que, sem a regulação, as decisões de manutenção, entrada ou saída de posições normalmente imporiam perdas e custos elevados aos consumidores. Portanto, imperfeições no processo de difusão de informações e problemas do tipo *agency-cost*, quando associados a instituições financeiras, seguradoras ou companhias, podem afetar o valor dos negócios, impondo perdas de patrimônio e de credibilidade nos mercados.

A questão regulatória básica está na possibilidade de perda na quantidade e qualidade das informações que nortearam a contratação dos termos da relação inicial de prestação de serviços entre consumidores e firmas, com mudanças ou alterações no conteúdo informacional

e na renda dos consumidores decorrentes de idiossincrasias no comportamento não esperado de alguns agentes (companhias, instituições financeiras, seguradoras etc.).

A presença do ambiente de incerteza acarreta a desvalorização dos negócios ou a deterioração do objeto contratado, pela imposição de riscos não-previstos e não-diversificáveis. Há, portanto, a necessidade de uma regulação prudencial sobre as instituições financeiras, as seguradoras, os fundos de previdência e os gestores de recursos, na medida em que:

- **as instituições financeiras exercem papel fiduciário;**
- **os consumidores isoladamente podem ser *incapazes* de lidarem com o julgamento e a avaliação, de forma consistente, dos riscos envolvidos nos negócios e serviços ofertados, por não disporem de meios adequados, assim como podem cometer erros de avaliação sobre os indicadores de segurança, solvência e solidez das instituições, tanto no momento em que pactuam seus contratos de serviços quanto nas respectivas renovações;**
- **o comportamento das instituições (firmas, bancos, seguradoras e gestores de planos de previdência) pós-venda determina o valor *ex post* dos contratos, e os riscos tomados pelas instituições ao longo do período de execução dos contratos de serviços podem alterar as condições inicialmente pactuadas com os consumidores; e**
- **o comportamento de agentes individuais pode afetar o valor dos negócios de outros participantes do mesmo setor, com a ocorrência de custos elevados, em face de elevados benefícios decorrentes da presença de risco moral “*moral hazard*”.**

### **9.3 – A Regulação da Condução dos Negócios**

Por regulação da condução dos negócios entende-se uma normatização focada no acompanhamento de como as instituições financeiras realizam seus negócios e se relacionam com seus clientes, procurando identificar o grau de (abertura e divulgação) “*disclosure*” das

informações relevantes, ou seja, a honestidade e a integridade da gestão da instituição e de seus empregados.

Outro ponto importante é o nível de responsabilidade da instituição na oferta de produtos e serviços contidos nas práticas comerciais, de modo que haja uma diligência adequada na condução dos negócios com outras empresas concorrentes e dos procedimentos internos de auditoria.

A regulação deve ter o objetivo de assegurar que a condução dos negócios seja o desenho das regras e dos procedimentos de conduta das instituições e ser suficientemente abrangente para enquadrar o comportamento desses entes em padrões de confiança e segurança para o pleno exercício das relações entre esses agentes e os consumidores de serviços e produtos financeiros.

A proteção aos consumidores de serviços financeiros deve ser focada na perspectiva de que, entre a data inicial dos pactos dos contratos e a entregue dos serviços podem ocorrer erros, falhas de conduta e imperfeições na qualidade dos serviços. Essa situação de possível quebra contratual pode ser expressa da seguinte forma (Beston, 1999; Jeunemaitre, 1998; Rojas-Suarez, 1998):

- **os consumidores podem receber conselhos incorretos ou inadequados;**
- **podem acontecer situações de insolvência da instituição contratada, ao longo da maturidade do contrato;**
- **contratos de prestação de serviços podem apresentar ao longo de sua maturidade resultados diferentes do originalmente acordado entre as partes;**
- **podem ocorrer fraudes e informações falsas por parte das instituições e companhias;**
- **as instituições financeiras podem ser geridas de forma irresponsável;**

- **os consumidores de serviços financeiros podem ser levados a mudanças de comportamento, sendo mais agressivos diante do risco devido a falhas do ambiente regulatório e do monitoramento e da supervisão das instituições financeiras e dos entes regulados.**

A regulação financeira também se justifica pela ocorrência de falhas e imperfeições nos próprios mercados. De fato, as distorções na condução dos serviços financeiros pelas instituições financeiras normalmente decorrem ou estão associadas à ausência de competição, à assimetria informacional, à manifestação de externalidades e ao monitoramento de conflitos de interesses. Em suma, a ocorrência de imperfeições nos mercados impõe, na maioria das vezes, aos consumidores custos que não estavam previstos ou pactuados originalmente. Essa circunstância implica a necessidade de uma regulação que corrija as imperfeições e falhas de mercado e restabeleça as condições inicialmente acordadas. A possibilidade de um ambiente de imperfeições nas características dos serviços financeiros ofertados ao público em geral, entre o momento do contrato e o de sua contraprestação, com a entrega do serviço, constitui motivação suficiente para a racionalidade da regulação. Em outras palavras, a regulação financeira, quando direcionada para a defesa dos interesses dos entes atomizados, decorre da existência de (Goodhart, 1998):

- **problemas como informações insuficientes ou inadequadas por parte de instituições;**
- **problemas de assimetria informacional: grupos de consumidores de serviços financeiros (varejo) são menos informados, ou seja, possuem um conjunto de informações menor do que o detido pelos ofertantes de serviços financeiros, na média;**
- **a existência de elevada assimetria informacional pode ser usada para retirar ou diminuir a renda futura e os direitos patrimoniais de consumidores de serviços financeiros;**

- **podem ocorrer diferenças na qualidade dos serviços entre as datas da compra e do exercício dos direitos; e**
- **os consumidores de serviços financeiros normalmente têm dificuldade ou custos elevados na:**
  - n) obtenção e manutenção de informações sobre a avaliação de risco e solvência de ofertantes de serviços,
  - o) avaliação da qualidade dos serviços e a integridade da gestão de entes regulados (ofertantes de serviços financeiros),
  - p) avaliação de técnicas e identificação de consistência nas posturas agressivas de gestores de risco,
  - q) obtenção de informações sobre o comportamento e a qualidade da gestão corporativa de companhias,
  - r) avaliação de níveis de risco envolvidos com posições em contratos de serviços financeiros que envolvam relações de longo prazo,
  - s) avaliação adequada dos sinais da governança corporativa de companhias e instituições financeiras,
  - t) defesa dos direitos pactuados em contratos de serviços ou dos direitos de contratos societários,
  - u) defesa e a integridade do cumprimento de contratos societários (Hart 1997) e
  - v) garantia de seus direitos de propriedade e do conteúdo informacional adquirido no tempo.

Como podemos perceber, a natureza dos contratos entre ofertantes e consumidores de serviços financeiros exige o acompanhamento do comportamento das instituições financeiras e das companhias. Isso porque os produtos financeiros, por sua natureza de fidúcia ou custódia, requerem do órgão regulador, o contínuo monitoramento e a fiscalização do comportamento e das estratégias relacionadas com a gestão das instituições financeiras, companhias de seguro e administradores de fundos de investimento e previdência.

O atributo principal da regulação está na identificação de consistência entre dois momentos diferentes do tempo numa relação contratual – o momento zero da contratação dos serviços e a data futura, quando ocorre a entrega do fluxo de benefícios a que estão associados os contratos de longo prazo. O problema surge quando na relação entre *agente* e *principal* ocorrem disfunções e distorções na qualidade dos serviços pactuados que podem redundar na quebra de confiança nas instituições. Por exemplo: ações de inconsistência intertemporal dos ofertantes de serviços financeiros costumam afetar principalmente contratos de seguros de vida, aquisição de ações ou cotas de fundos de investimentos e benefícios de planos de previdência.

A ação reguladora contribui para equalizar a relação de custo e benefício entre os agentes econômicos, pois permite monitorar o comportamento dos agentes com ganhos de escala e redução do custo social, gerando benefícios com características de bem público. A especialização da relação regulador-supervisor possibilita a formação de massa crítica e, por consequência, o acúmulo de experiência, no sentido de verdadeira *expertise* em torno de problemas e situações críticas com potencial de gerar crises sistêmicas. Além disso, contribui para o fortalecimento das atribuições do próprio Estado, ao possibilitar ações de natureza coercitiva e corretiva de comportamentos e ações impróprios das entidades reguladas.

Em suma, a regulação financeira tem a importante função de estabelecer padrões de confiança nos consumidores de serviços financeiros, permitindo condições mínimas para a existência de contratos de serviços financeiros ou contratos societários. A manutenção de incertezas e as distorções informacionais em mercados financeiros, de capitais e seguros podem

levar ao desenvolvimento de mecanismos de aversão ao risco em consumidores que tenham dificuldades para a identificação, de forma clara, dos sinais do mercado. Tal situação de assimetria inviabilizaria a oferta de produtos, serviços e até o equilíbrio em mercados, fenômeno esse conhecido na literatura como efeito “*Lemons Akerlof’s*” (1971). Em outras palavras, na ausência de regulação eficiente, o mercado sozinho pode não ser capaz de assegurar aos consumidores condições de segurança sobre os termos dos contratos pactuados. Isso poderia ensejar o desenvolvimento de distorções alocativas na distribuição da poupança financeira e de incertezas adicionais nos investimentos, com efeitos potencialmente negativos sobre a economia e o crescimento econômico.

## **10 – Objetivos de uma Agência Reguladora Para um Novo Mercado Financeiro (Capitais, Seguros e Previdência)**

A década de 80 revelou ao mundo a face do capitalismo global. A experiência da globalização dos mercados de capitais e a plena mobilidade de recursos entre países possibilitaram o surgimento de um mercado mundial de títulos e valores mobiliários. Nesse novo ambiente, há pouco ou nenhum espaço para o Estado produtor de bens e serviços e direcionador de investimentos e tem início a construção de um novo ente estatal que enfatiza suas atividades de regulação voltadas para a defesa da existência e das condições de eficiência do(s) mercado(s).

A globalização dos mercados leva a globalização das atividades regulatórias. Um primeiro conjunto de medidas nesse sentido guarda relação com a necessidade de convergência de normas e procedimentos contábeis aos padrões internacionais, uniformização de balanços e demonstrativos financeiros bem como a uniformização de direitos nos contratos societários, principalmente no que diz respeito ao conjunto de direitos dos acionistas minoritários. A combinação desses instrumentos funciona como elemento inicial para o aumento da eficiência do sistema financeiro, para a ampliação dos mercados de capitais e desenvolvimento da previdência social.

O segundo efeito é o da consolidação dos centros de liquidez, com o fortalecimento dos mecanismos de negociação e de eficiência nos serviços de negociação de valores e custódias.

O terceiro diz respeito ao fortalecimento institucional e à padronização de mecanismos de liquidação e compensação, com ganhos de eficiência na fiscalização dos mercados como um todo.

Como corolário da combinação desses elementos, houve a mudança de padrão dos objetivos regulatórios. A busca de complementaridade e sinergia dentro da agência reguladora torna-se um elemento determinante para a aferição da eficiência regulatória.

## **11 – Regulação e a Governança Corporativa**

Uma das deficiências freqüentemente abordadas na literatura econômica diz respeito a um atributo do moderno capitalismo e que consiste na atomização do controle, como podemos encontrar em Blair (2000) e nos trabalhos de La Porta *et alii* (1998, 1999 e 2000), em que fica evidente o aparecimento do chamado problema da agência; ou seja, a separação entre gestão e controle corporativo pode ser minimizada pelo adequado monitoramento de um mercado de capitais eficiente, em um ambiente de proteção ao investidor. O tema é de importância e relevância atuais no Brasil, em função da necessidade de ampliação dos direitos dos minoritários.

A implicação prática desse movimento é a constante exigência de aperfeiçoamentos dos mecanismos de governança corporativa (Zingales, 1996), assim como dos instrumentos de controle externo das ações da gestão empresarial e societária de companhias. Esse fenômeno decorre da necessidade de ampliação das funções típicas do mercado de capitais. Hoje, a percepção corrente e dominante aponta na direção de uma interpretação abrangente do conceito tradicional de mercado de capitais. Trata-se de uma evolução e uma revisão da visão tradicional de locus único de negociação e transferência de propriedade de ativos. Hoje, a percepção é de

que o mercado de capitais é tão mais eficiente quanto mais amplo for o espectro de inserções das companhias, seja por meio da emissão de ações na oferta de títulos, seja pelo lado da demanda, em que a presença de investidores (consumidores), especialistas ou instituições pode colaborar para a ampliação das oportunidades dos negócios e dos projetos das empresas, com a redução do custo de capital médio do mercado.

A eficiência corporativa está associada aos sinais que a empresa emite e recebe do mercado e à consistência intertemporal desses sinais (Hart, 1997). Essa nova função do mercado de capitais tem origem no processo de expansão e globalização dos mercados financeiros, na necessidade de convergência de marcos regulatórios, na adequação das normas e princípios contábeis e nas regras de proteção a investidores. A competição por liquidez entre praças financeiras obriga a uma padronização da legislação a partir da variante do centro mundial de oferta de fundos, no qual os mercados norte-americano e europeu ocidental funcionam como um verdadeiro padrão de referência (*benchmark*).

## **12 - O NOVO MERCADO DE CAPITAIS, SEGUROS E PREVIDÊNCIA.**

Após oito anos de análise, o Congresso norte-americano aprovou, no final de novembro de 1999, uma nova legislação para o sistema bancário e financeiro. Pelo novo ordenamento, fica, na prática, revogado o “*Glass-Steagall Act*”, de 1933. Isso significa que, pela primeira vez, os Estados Unidos poderão ter bancos em operação nacional, além de estímulos às fusões de empresas de seguros com instituições financeiras e às associações de corretoras de valores com bancos comerciais e o fim das obrigações de operações de crédito regionais e das barreiras à comercialização de produtos financeiros e de seguros. O efeito prático sobre a economia é que, agora, o sistema financeiro norte-americano poderá passar por um processo intenso de fusões que redundará em ganhos de escala e operacionais, culminando com menores custos dos empréstimos, maior competição e ganho de eficiência, com resultados positivos sobre a atividade econômica real como um todo.

A onda de fusões bancárias já movimentou, nos últimos cinco anos, cerca de US\$ 720 bilhões e pode, em parte, ser a responsável pelo sucesso que vem tendo a economia norte-americana. Essa verdadeira revolução nos serviços financeiros, aliada aos crescentes ganhos de produtividade decorrentes dos avanços tecnológicos da informática, está colaborando para a consolidação da competitividade externa e garantindo, no plano interno, a alocação eficiente da poupança nacional, que se encontra no nível percentual mais baixo do século, em relação ao PIB. A consolidação dos ganhos de eficiência do sistema bancário norte-americano pode ser observado com a análise da evolução do número de bancos comerciais (Gráfico 1) ao longo das últimas três décadas. Isso após se assistir, nos anos 80, ao quase colapso do sistema, por conta das chamadas crises do endividamento externo de economias emergentes e de insolvência das empresas de poupança e empréstimos, as chamadas “S&L”.

**Gráfico 1 – Número de bancos comerciais nos Estados Unidos**

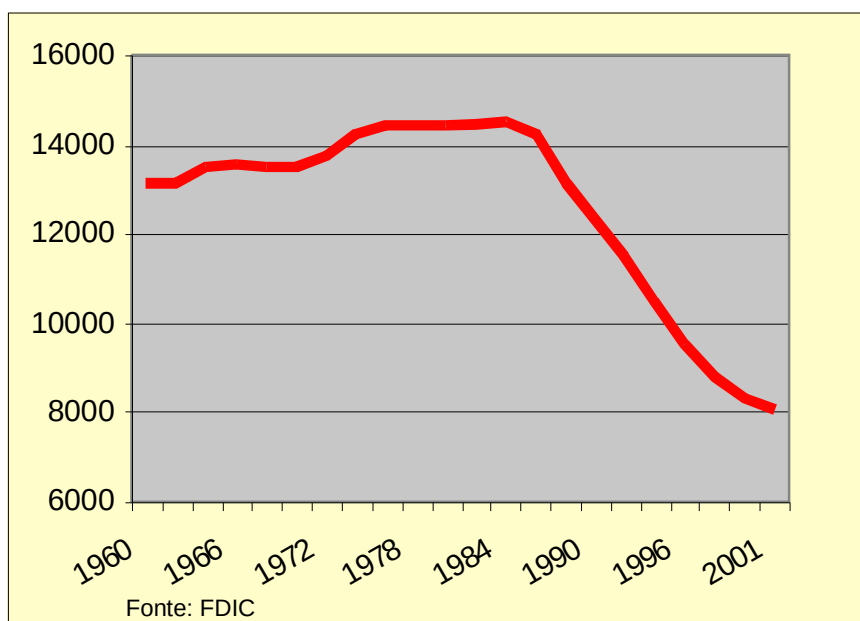


**Gráfico 2: Receitas não vinculadas a juros como % das receitas líquidas de juros nos bancos comerciais dos Estados Unidos**

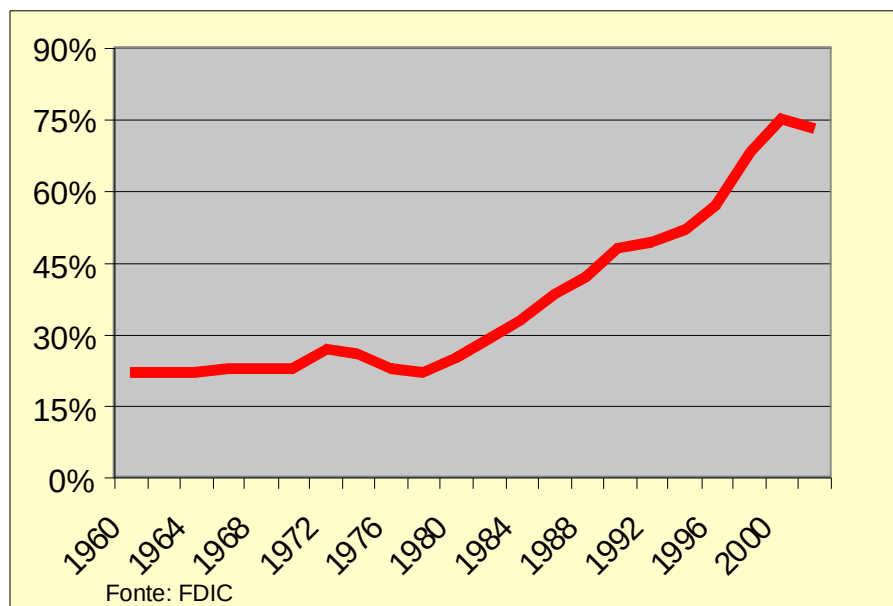
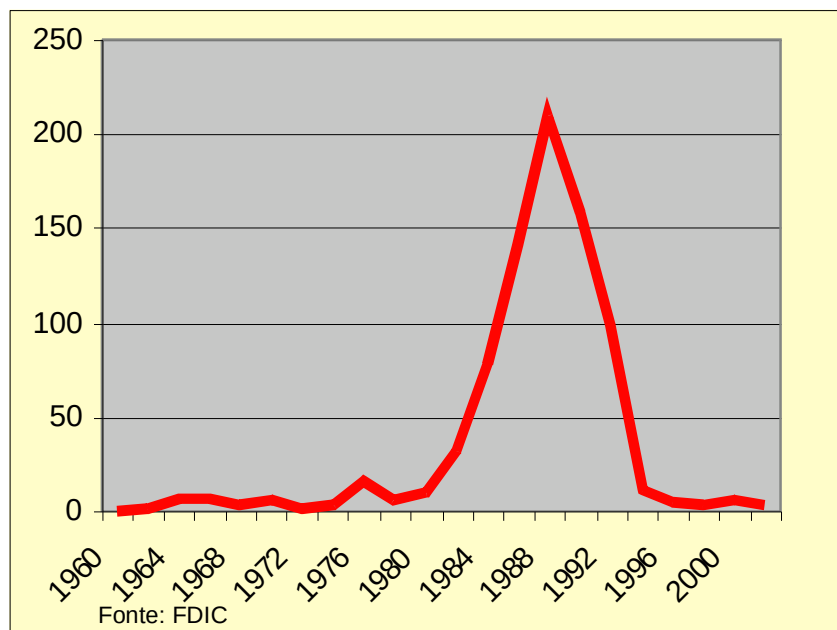


**Gráfico 3: Número de falências bancárias nos Estados Unidos da América**



Essa é a explicação para o processo de fusões e de ampla reestruturação no sistema bancário. Tal processo, mais do que uma simples reestruturação de determinado setor da economia constitui verdadeiro choque de eficiência alocativa da poupança financeira, com a destruição de *gargalos* de natureza institucional. O efeito dos ganhos de eficiência do sistema

está demonstrado no Gráfico 2, no qual encontramos a evolução das receitas das instituições bancárias norte-americanas por fonte de contribuição de resultados (atividades vinculadas a operações bancárias envolvendo juros e não tradicionais). Uma comparação interessante é a que pode ser feita entre o número de falências no mesmo período (Gráfico 3) e a evolução da concentração bancária.

Esse mesmo processo de reforma estrutural encontra-se em curso na Comunidade Européia. O sistema bancário europeu operava, na maioria dos casos, em bases locais, com limitações nas operações de crédito e com a fixação de percentuais rígidos de alavancagem de ativos e passivos por conta de restrições de supervisão bancária e risco de moedas. Após a unificação monetária, o sistema experimentou um alargamento das margens operacionais. O Euro possibilitou aos bancos de países da comunidade não só o aumento de fontes de captação de recursos, como também a ampliação de operações sem limites e o fim das restrições quantitativas a créditos para companhias por país.

A consequência dessa maior liberdade operacional, que envolveu amplo processo de desregulamentação, é o crescimento da exposição ao risco de crédito dos bancos de maior porte, em operações geradas ou originadas na própria Comunidade, em decorrência do fim das restrições e dos limites de exposição de risco por moedas.

As mudanças ocorridas e em curso no sistema bancário europeu podem ser medidas pelo número de fusões e aquisições de bancos, que, ao longo dos últimos três anos, já totalizou US\$ 2,6 trilhões em ativos .

O sistema bancário francês está sendo totalmente redesenhado, com a fusão, em curso, dos quatro maiores bancos privados e com o processo de saneamento dos maiores bancos públicos.

No caso da Espanha, a reestruturação estratégica dos cinco maiores bancos foi fundamental visando à consolidação e à reforma do sistema bancário antes da unificação

monetária. O resultado da fusão entre os Bancos Santander e o Central Hispano foi o surgimento do segundo maior banco espanhol em ativos e o sexto em patrimônio líquido na Europa. Essa reforma do sistema bancário espanhol também é responsável pela ampliação das fronteiras operacionais de seus principais bancos, como podemos perceber pela exposição dos bancos Santander e Bilbao Viscaya e Argentaria na América Latina. Essa postura agressiva e fortemente direcionada para a região da América do Sul tem como explicação, primeiro, a identidade cultural e, segundo, a tradição de operação conjunta entre empresas espanholas e latinas no período pós-privatização. Além disso, os bancos espanhóis sempre foram tecnologicamente mais avançados, quando comparados com os argentinos e chilenos. Por último, houve a consolidação das vantagens competitivas dos bancos alemães e ingleses no universo da Comunidade Européia, que tem forçado os bancos espanhóis e portugueses a procurarem novos e mais rentáveis nichos de mercado.

Em resumo, considerando-se o processo a que está sendo submetido o sistema bancário brasileiro, a percepção dos cenários futuros só será possível se atentarmos para a experiência norte-americana recente e os movimentos de consolidação de posições na Europa. Esse movimento de alinhamento de tendências é decorrente, por um lado, do processo de globalização financeira, que exige a adequação do sistema financeiro de cada país isoladamente e, por outro lado, da formulação de políticas macroeconômicas (monetária, fiscal e cambial) ortodoxas, em consonância com o padrão globalizado, com desdobramentos diretos sobre o perfil e a estrutura dos bancos privados locais.

No Brasil, o fim da inflação após a edição do Plano Real foi o principal responsável por impulsionar uma verdadeira reforma no sistema financeiro, como podemos verificar na Tabela 5, que assinala a trajetória da participação do sistema bancário no PIB.

A análise da Tabela 5 nos indica dois movimentos que ocorreram no período. O fim

| <b>TABELA 5:</b><br>Participação do Sistema Financeiro<br>no PIB (%) |      |
|----------------------------------------------------------------------|------|
| Ano                                                                  | %    |
| 1990                                                                 | 17,7 |
| 1991                                                                 | 13,9 |
| 1992                                                                 | 25,5 |
| 1993                                                                 | 32,8 |
| 1994                                                                 | 15,9 |
| 1995                                                                 | 8,0  |
| 1996                                                                 | 6,9  |
| 1997                                                                 | 6,5  |
| 1998                                                                 | 6,5  |
| 1999                                                                 | 6,3  |
| 2000                                                                 | 5,4  |
| 2001                                                                 | 6,6  |
| Fonte: IPEADATA                                                      |      |

do imposto inflacionário após 1994 desmontou os alicerces do sistema bancário, que se baseava na captura de ganhos de *floating* financeiro privado, principalmente por parte dos bancos públicos estaduais. A principal característica do modelo encontrava-se no fato de as agências bancárias servirem como pontos de arrecadação de benefícios e rendas decorrentes da inflação. A contribuição da margem de remuneração dos bancos por conta de ganhos com a deterioração do poder aquisitivo da moeda chegou a representar o equivalente a 35% das receitas brutas do sistema, na média dos anos 1990-1994.

Como podemos constatar, a nova realidade dos sistemas financeiros globais (Santomero e Babbel, 1998) mostra que está em curso no mundo uma forte tendência de uniformização de mercados (Moshirian, 1999). Isto ocorre seja pela transformação das instituições financeiras locais em instituições transnacionais, seja em decorrência da mutação do objeto da prestação de serviços das instituições financeiras. Esse processo tem se revelado igualmente determinante, na medida em que os produtos financeiros passam a ter características convergentes com produtos típicos de seguros e valores mobiliários. A dinâmica das inovações

e a concorrência entre produtos e mercados está colaborando para o fim da visão tradicional de produtos e serviços financeiros padronizados ou segmentados.

Os processos de *securitização* operaram uma verdadeira mutação de perfis e a redefinição de limites nos mercados estabelecidos, levando a uma mudança nos papéis dos entes reguladores. Entram em cena funções não contempladas nas definições tradicionais de produtos do mercado bancário e a separação rígida entre produtos e serviços é substituída por uma visão de complementaridade e funcionalidade dos mercados. Assim, produtos financeiros tipicamente bancários<sup>15</sup> estão sendo substituídos por produtos e serviços com características de *securities*. Por sua vez, serviços de seguros são transformados em *opções flexíveis* sobre produtos tipicamente financeiros. Além disso, diminui a distância entre as definições e os limites de enquadramento entre os fundos de renda fixa e os de renda variável (com o que a fiscalização e a regulação desses fundos devem ser feitas de forma complementar e sistêmica).

Aliado a esse novo espectro de concorrência entre segmentos, temos a crescente necessidade da regulação de serviços financeiros ser direcionada para a ótica da defesa do consumidor. Isso porque a atomização ou desmutualização das aplicações financeiras, proporcionadas pela expansão dos fundos mútuos de investimento, pode transformar a percepção do risco individual, gerando, por decorrência, no órgão de regulação, a necessidade de acompanhamento mais cuidadoso da indústria e a exigência de uma transparência maior na gestão dos riscos e de definições precisas e claras dos limites de responsabilidade dos ofertantes de serviços financeiros, principalmente na fixação de regras de transparência para a gestão das reservas técnicas de seguradoras e das obrigações atuariais das entidades de previdência privada. No tocante aos investidores institucionais, o principal desafio está na criação de novas categorias para a classificação de investidores, paralelamente a um tratamento regulatório diferenciado entre investidores dotados de instrumentos e tecnologias para a avaliação de riscos e os consumidores de serviços financeiros típicos.

---

<sup>15</sup> Para uma exposição dos produtos e serviços financeiros, ver Valdez (1998).

Isto posto, a pergunta básica é a seguinte: o que, de fato, constitui o universo de atuação de uma agência de regulação em um mundo onde os serviços financeiros se transformam em *securities* e os produtos de seguros podem ser substituídos por instrumentos típicos de serviços bancários? A resposta exige uma visão regulatória que leve em conta os aspectos de integração funcional nos diversos mercados (financeiro, bancário, de valores mobiliários, seguros e de previdência privada). Essa filosofia de regulação funcionalmente integrada é particularmente importante quando constatamos no mundo real a existência de diferentes níveis de qualificação entre investidores ou consumidores de serviços financeiros e de mecanismos diferenciados de proteção a direitos.

A realidade apresenta diferenças significativas de acesso a mecanismos de proteção e defesa de direitos entre os diversos investidores, consumidores de seguros e beneficiários de fundos de pensão. Naturezas diferenciadas devem produzir atuações regulatórias e sistema de proteção não homogêneo, ou seja, controladores de companhias, fundos de pensão, fundos mútuos de investimento, investidores institucionais, investidores qualificados, instituições financeiras são agentes, com características distintas e conteúdo informacional diferente do encontrado no universo dos consumidores de serviços financeiros em geral.

Essas particularidades, quando não observadas pela regulação dos mercados financeiros, podem estimular conflitos de princípios e fragilidades nas relações entre os agentes envolvidos e o próprio mercado. Outro aspecto freqüentemente apontado na literatura sobre o tema salienta o fato de que ambientes regulatórios segmentados, orientados para a supervisão com múltiplas agências, atuando em mercados isolados, podem ser associados com diferentes percepções sobre os riscos de mercado ou com inconsistentes mecanismos de proteção a consumidores de serviços financeiros, principalmente em aspectos relacionados à qualidade do cumprimento das normas e regras “*enforcement*”. E podem, inclusive, contribuir para a indução e o desenvolvimento de mercados e produtos financeiros inadequados com a eficiência alocativa da poupança, em decorrência da possibilidade de captura da agência pelos interesses de um segmento do mercado regulado.

Vários estudos empíricos (Sinkley Jr., 1998) sobre a situação e a tendência da indústria bancária e de seguros nos Estados Unidos e na Europa realizados após a década de 80, quando teve início os processos de desregulamentação mais agressivos, forneceram interessantes resultados sobre as consequências da consolidação de instituições financeiras. Algumas conclusões podem ser sumariadas nos seguintes pontos:

- w) os mercados financeiros estão em acelerado processo de competição, por pressões internas e externas, em decorrência do fim de restrições regulatórias à entrada e à atividade de instituições financeiras múltiplas;
- x) o processo de fusão entre instituições é ditado pela necessidade de ganhos de escala e a absorção de sinergias é determinante para o aumento da rentabilidade das instituições;
- y) a competição e o processo de fusões e incorporações devem ser monitorados pelo regulador, para garantir a presença de elementos de defesa da concorrência e de contestabilidade<sup>16</sup> aos mercados domésticos; e
- z) o processo de concentração pode dar margens para uma uniformização das comissões e tarifas cobradas pelas instituições financeiras, com prejuízo dos serviços para clientes de varejo, que poderiam estar potencialmente relacionadas a práticas menos eficientes de gestão e oferta de inovações financeiras (Miskin, 2000).

### **13 – Repensando a Natureza dos Serviços Financeiros**

A preocupação com a tendência do mercado de serviços financeiros pode ser apresentada em dois diferentes enfoques. O primeiro, fruto da experiência americana, foi

---

<sup>16</sup> Contestabilidade, nesse contexto está associada com a teoria desenvolvida pelo economista Willian Baumol,(1975) e significa: a possibilidade da oferta de bens e serviços em um mercado específico por novos ofertantes e agentes que estejam fora do mercado tradicional

extraído do relatório oficial do Departamento de Comércio dos Estados Unidos para o ano de 1996, ano emblemático em termos de volumes e de tendência dos movimentos acima citados. O texto apresenta a necessidade de reformulação das funções da regulação dos serviços financeiros pela ótica da convergência e integração de mercados:

### **“Integration of Financial Services**

The sharp demarcation that has long existed in the United States between insurers and banks is beginning to erode. Both sectors have moved into the marketing of retirement and investment annuity products – a trend encouraged by the recent Supreme Court decision affirming the Comptroller of the Currency’s policy of permitting national banks to sell annuities. In addition, the continuing Congressional debate over financial services reform suggests changes are likely although the precise dimensions and timing of reform are uncertain.

As life insurers have shifted from traditional life insurance to annuities and other retirement security products, banks too have increased their focus on this market.

Moreover, in the future, banks are likely to expand into sales of property-casualty products such as homeowners and auto insurance. The current product overlap between insurance companies and banks applies mainly to the sale of annuities and asset management services. Increased competition between banks and insurers is forcing changes in insurance distribution systems as insurers seek more efficient models in order to compete more effectively. In some instances insurers are underwriting products for bank sales, in other cases they are seeking their own more streamlined distribution systems. This restructuring is likely to increase cost pressure on insurers relying on agents for product distribution and could limit growth opportunities for insurance agents. Consumers should benefit as a result of the more efficient distribution systems.

Convergence of the two sectors would accelerate with the passage of financial services reform measures. Pending Congressional proposals address the appropriate relationship

between banks, securities firms, and insurers; the form of the relationship; the powers of bank regulators to interpret federal statutes when state statutes conflict; and state regulation of insurance products sold by banks. The most critical issue for insurers is whether regulators will permit banks to own their own insurance subsidiaries.

The Clinton Administration supports financial services reform including permitting affiliations between securities firms, insurance companies, other financial companies and banks. This support is based on a belief that current rules are overly restrictive.

Permitting banks to write insurance through their own subsidiary companies could significantly change the insurance marketplace and the structure of the industry. In the long term, domestic financial services reform could greatly improve market efficiencies and significantly enhance the international competitive stance of U.S. insurers.

- **Case: NationsBank of North Carolina N.<sup>a</sup> v. Variable Annuity Life Insurance Company – The Supreme Court held that annuities are investment products rather than insurance products. The decision did not change the existing prohibitions against banks underwriting insurance or owning insurance companies”.**

Um segundo argumento para a análise foi retirado de uma coleção de trabalhos que mostram a visão inglesa e européia do problema, os mesmos foram editados por Goodhart (1999), para o Financial Markets Group da London School of Economics. A publicação apresenta o resultado de diversas pesquisas de autores de diferentes correntes de pensamento sobre o tema. Goodhart resumiu as principais conclusões na exposição que transcrevemos a seguir, com destaque para a sua visão de que o novo ambiente de integração de mercados exige um processo de redesenho dos modelos regulatórios. Segundo ele, o conjunto dessas mudanças em curso deve despertar os governos para a relevância e a necessidade de um novo arcabouço regulatório alternativo à visão tradicional, que tem como principal característica a segregação de agências por produtos ou naturezas de serviços (valores mobiliários, seguros, fundos de investimentos, fundos de pensão):

“The structure and operations of banks, and many other financial intermediaries, has been evolving rapidly during the last few years. The revolution in information technology, and an associated increase in competition, at both the national and international levels, has led to continuing erosion of dividing lines, as the major intermediaries have become global in geographical banking, securities markets, and insurance activities. (...). The blurring of functional and national divisions between financial intermediaries, and greater speed of adjustment and complexity (information technology, derivatives etc.) has made it difficult for the regulator to keep up with the pace of change. These changes have, for example, thrown increasing doubt on the ability of external regulators either to impose satisfactory and appropriate common ratios (capital, solvency, liquidity)”.

#### **14 – Eficiência Regulatória NO Mercado de Valores Mobiliários**

O mercado de capitais, em seu sentido mais amplo, congrega os produtos típicos de valores mobiliários, ou seja, ações, debêntures, títulos privados emitidos por oferta pública, fundos de investimentos e os chamados “mercados de derivativos”, que representam contratos futuros, opções ou operações sobre índices ou ativos referenciados em valores mobiliários ou produtos financeiros. Segundo relatório divulgado pela IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), órgão multinacional que congrega todas as agências e entidades de regulação, a atividade regulatória nesses mercados deve ser voltada para as três principais atividades:

- **a proteção ao investidor, em que o termo “investidor” tem a abrangência do conceito de consumidores de serviços financeiros;**
- **assegurar a existência, nos mercados, de equilíbrio informacional, eficiência e transparência na formação dos preços dos ativos ofertados ou negociados; e**
- **promover a redução dos riscos sistêmicos.**

A justificativa para a adoção dos três objetivos preferenciais para a regulação é a seguinte:

“The three objectives are closely related and, in some respects, overlap. Many of the requirements that help to ensure fair, efficient and transparent markets also provide investor protection and help to reduce systemic risk. Similarly, many of the measures that reduce systemic risk provide protection for investors.

Further, matters such as thorough surveillance and compliance programs, effective enforcement and close cooperation with other regulators are necessary to give effect to all three objectives”.

No item relativo à proteção aos investidores, afirma-se que:

“Investors should be protected from misleading, manipulative or fraudulent practices, including insider trading, front running or trading ahead of customers and the misuse of client assets.

Full disclosure of information material to investors’ decisions is the most important means for ensuring investor protection. Investors are, thereby, better able to assess the potential risks and rewards of their investments and, thus, to protect their own interests. As key components of disclosure requirements, accounting and auditing standards should be in place and they should be of a high and internationally acceptable quality.

Only duly licensed or authorised persons should be permitted to hold themselves out to the public as providing investment services, for example, as market intermediaries or the operators of exchanges. Initial and ongoing capital requirements imposed upon those license holders and authorised persons should be designed to achieve an environment in which a securities firm can meet the current demands of its counter parties and, if necessary, wind down its business without loss to its customers.

Supervision of market intermediaries should achieve investor protection by setting minimum standards for market participants. Investors should be treated in a just and equitable manner by market intermediaries according to standards which should be set out in rules of business conduct. There should be a comprehensive system of inspection, surveillance and compliance programs.

Investors in the securities markets are particularly vulnerable to misconduct by intermediaries and others, but the capacity of individual investors to take action may be limited. Further, the complex character of securities transactions and of fraudulent schemes require strong enforcement of securities laws. Where a breach of law does occur, investors should be protected through the strong enforcement of the law.

Investors should have access to a neutral mechanism (such as courts or other mechanisms of dispute resolution) or means of redress and compensation for improper behaviour.

Effective supervision and enforcement depend upon close cooperation between regulators at the domestic and international levels”.

A justificativa para a centralização dos objetivos da garantia de mercados justos, eficientes e transparentes é:

“The regulator’s approval of exchange and trading system operators and of trading rules helps to ensure fair markets.

The fairness of the markets is closely linked to investor protection and, in particular, to the prevention of improper trading practices. Market structures should not unduly favour some market users over others. Regulation should detect, deter and penalise market manipulation and other unfair trading practices.

Regulation should aim to ensure that investors are given fair access to market facilities and market or price information. Regulation should also promote market practices that ensure fair treatment of orders and a price formation process that is reliable.

In an efficient market, the dissemination of relevant information is timely and widespread and is reflected in the price formation process. Regulation should promote market efficiency”.

Por último, a redução do risco sistêmico está associada aos seguintes conceitos:

“Although regulators cannot be expected to prevent the financial failure of market intermediaries, regulation should aim to reduce the risk of failure (including through capital and internal control requirements). Where financial failure nonetheless does occur, regulation should seek to reduce the impact of that failure, and, in particular, attempt to isolate the risk to the failing institution. Market intermediaries should, therefore, be subject to adequate and ongoing capital and other prudential requirements. If necessary, an intermediary should be able to wind down its business without loss to its customers and counterparties or systemic damage.

Risk taking is essential to an active market and regulation should not unnecessarily stifle legitimate risk taking. Rather, regulators should promote and allow for the effective management of risk and ensure that capital and other prudential requirements are sufficient to address appropriate risk taking, allow the absorption of some losses and check excessive risk taking. An efficient and accurate clearing and settlement process that is properly supervised and utilises effective risk management tools is essential.

There must be effective and legally secure arrangements for default handling. This is a matter that extends beyond securities law to the insolvency provisions of a jurisdiction.

Instability may result from events in another jurisdiction or occur across several jurisdictions, so regulators' responses to market disruptions should seek to facilitate stability domestically and globally through cooperation and information sharing”.

Segundo a Iosco, para a implementação dos objetivos funcionais da regulação eficiente nos mercados de valores mobiliários, faz-se necessário a adoção de mecanismos legais e de um arcabouço normativo centrados em oito categorias:

## ***I – Princípios Relacionados com os Reguladores***

- 25) As responsabilidades do regulador devem ser claras e objetivas.
- 26) O regulador deve ser operacionalmente independente e ter responsabilidades, para o exercício das funções e dos poderes.
- 27) O regulador deve ter poderes adequados, recursos apropriados e capacidade para desempenhar as funções e exercer seus poderes.
- 28) O regulador deve adotar *procedimentos* de regulamentação com objetivos consistentes.
- 29) Os recursos humanos do órgão regulador devem observar as mais elevadas normas profissionais, incluindo regras apropriadas (deveres) de sigilo.

## ***II – Princípios para a Auto-Regulação***

- 30) O regime regulador deve fazer uso apropriado das organizações auto-reguladoras (SRO) que exerçam alguma responsabilidade direta de supervisão e suas respectivas áreas de competência, na medida apropriada da dimensão e da complexidade dos mercados.
- 31) As SRO estarão sujeitas à supervisão do regulador e observarão normas de justiça e sigilo quando exercerem poderes e responsabilidades delegadas.

### **III – Princípios para a Fiscalização de Valores Mobiliários (“Securities Regulation”)**

- 32) O regulador terá extensos poderes de fiscalização, investigação e supervisão.
- 33) O regulador terá amplos poderes para a aplicação dos dispositivos legais.
- 34) O sistema regulador deve garantir o uso efetivo e confiável dos poderes de fiscalização, investigação, supervisão, aplicação da lei e implantação de um efetivo programa de cumprimento do marco legal.

### **IV – Princípios para a Cooperação entre Entes Reguladores**

- 35) O regulador terá autoridade para compartilhar a informação tanto pública quanto não-pública com homólogos nacionais ou estrangeiros.
- 36) Os reguladores deverão estabelecer mecanismos para o compartilhamento de informações relevantes. O protocolo deverá fixar condições e situações que determinem quando e como devem ser compartilhadas essas informações (públicas ou não) com seus homólogos nacionais e estrangeiros.
- 37) O sistema regulador deve permitir a prestação de assistência a reguladores estrangeiros que tenham que realizar investigações no desempenho das funções e no exercício de seus poderes.

### **V – Princípios para os Emissores**

- 38) Deverá ser realizada uma difusão completa, pontual e exata dos resultados financeiros e de qualquer outra informação que seja relevante para a tomada de decisões por parte dos investidores.

39) Os acionistas de uma companhia devem ser tratados de maneira justa e devem receber tratamento uniforme.

40) As normas de contabilidade e auditoria devem ser de qualidade elevada e aceitável em termos internacionais.

## **VI – Princípios para os Gestores de Investimento Coletivo**

41) O sistema regulador deve fixar normas para conceder autorizações e regular aqueles que desejem comercializar ou gerir instituições de inversões coletivas.

42) O sistema regulador estipulará normas que sigam a forma legal e a estrutura das instituições de inversões coletivas, principalmente pela segregação e proteção do patrimônio do cliente.

43) A regulamentação exigirá a difusão, quando se mostrar necessária, dos princípios de regulação para emissores, que assegurem a efetiva proteção a um investidor e à preservação do valor da participação do investidor.

44) A regulamentação assegurará que exista uma base de informações conveniente e publicamente conhecida para a valorização dos ativos, a fixação do preço e o resgate de participações em uma instituição de inversões coletivas.

## **VII – Princípios para os Intermediários de Mercado**

45) A regulamentação estipulará normas mínimas de entrada para os intermediários do mercado.

46) Deverão ser fixados requisitos de capital mínimo inicial e requerimentos de recursos próprios mínimos de acordo com os riscos assumidos de forma contínua, assim como outros requisitos prudenciais para os intermediários que atuem no mercado.

47) Os intermediários do mercado são obrigados a cumprir normas de organização interna e normas de conduta orientadas à proteção dos interesses dos clientes e assegurar uma adequada gestão de risco. A direção do intermediário deverá ser o principal responsável pelo cumprimento dessas normas.

48) O regulador deve estabelecer procedimentos para que, nos casos de quebra de um intermediário do mercado, e visando controlar o risco no sistema, os prejuízos e as perdas dos investidores sejam minimizados.

### **VIII – Princípios para os Mercados Secundários**

49) O estabelecimento de sistemas de negociação, incluindo as bolsas de valores, deverão estar sujeito à autorização e supervisão prudencial.

50) Existirá uma supervisão prudencial constante sobre as bolsas e os sistemas de negociação, mediante normas justas e equivalentes que logrem um equilíbrio adequado em torno das exigências dos diferentes participantes do mercado.

51) A regulamentação deve promover a transparência na negociação.

52) A regulamentação deve ser projetada para detectar e impedir a manipulação e outras práticas desleais na negociação.

53) A regulamentação terá por objeto assegurar critérios para a avaliação de desempenho da gestão e da administração e controle de riscos, em especial o risco do não-cumprimento de ordens e a distorção do mercado.

54) Os sistemas de compensação e liquidação estarão sujeitos a supervisão cautelosa e são projetados de forma que sejam confiáveis e eficientes e que reduzam o risco sistêmico.

No entanto, para que a regulação dos mercados de valores mobiliários eficiência assegurada, o conjunto de normas e procedimentos administrativos emanados pelo regulado deve ser complementado e estar em acordo com um ambiente legal consistente. Isto equivale as seguintes diretivas de comportamento:

#### 55) Leis Comerciais e Societárias

- **Formação e constituição de companhias.**
- **Obrigações dos gestores e controladores.**
- **Regulação apropriada para casos de tomada de controle ( *takeover*) e outras transações de compra ou intenção de aquisição que envolvam mudanças de controle ou de objeto de companhias.**
- **Regulação para a emissão, oferta e venda de valores mobiliários.**
- **Apropriada abertura de informações sobre as decisões e a política de votos dos controladores em assembléia.**
- **Transparência nas Decisões de Gestão de Companhias.**

#### 56) Legislação Comercial: Direitos e Contratos

- **Direitos de propriedade e liberdade contratual.**
- **Acesso fácil a mecanismo de empréstimos e aluguel de ações.**
- **Direitos de proteção a acionistas minoritários, inclusive com a fixação de regras para a transferência de direitos.**

#### 57) Legislação Fiscal

- **A legislação deve ser clara e consistente, inclusive, mas não limitada ao tratamento isonômico de e entre investimentos e produtos financeiros.**

#### 58) Leis de Falências e Concordatas

- **Proteção aos direitos de detentores de crédito.**
- **Proteção aos direitos de fornecedores.**
- **Possibilidade de compensação de créditos.**

#### 59) Leis de Proteção à Competição

- **Prevenção contra práticas anticompetitivas.**
- **Prevenção para a criação de barreiras à entrada.**
- **Prevenção contra o abuso e a dominação de mercado.**

#### 60) Lei Bancária

- **Deve prever e ter procedimentos claros, para os casos de perda de confiança e credibilidade dos ofertantes de serviços financeiros.**
- **Solvência e risco sistêmico.**
- **Seguro de crédito e de depósito.**

#### 61) Sistema para a Resolução de Litígios

- **Um justo e eficiente sistema judicial (incluindo a alternativa de arbitragem para disputas específicas que exijam mecanismos não-convencionais de resolução).**

- **Uma postura responsável e eficiente associada com a execução (*enforceability*) das decisões judiciais, inclusive das que envolvam direitos de estrangeiros.**

## **15 – O Mercado de Seguros: Regulamentação e Sinergias**

Uma concisa e clara explicação sobre a evolução do mercado de seguros ao longo dos últimos anos pode ser retirada do relatório da OCDE de 1998, no qual está expressa a seguinte posição:

“The insurance industry is not a single market governed by a single regulatory regime, but a number of separately regulated, related markets. Most regulatory regimes broadly distinguish four classes of insurance: life insurance; health insurance; property and casualty insurance; and reinsurance. The level of regulation and competition in each class can differ markedly.

Some insurance products, especially life products compete with products offered in other segments of the financial sector, most notably products produced by superannuation funds.

Some insurance products compete with “self-provision” of insurance, particularly by large corporations. Differences in the regulatory and taxation treatment of competing products will lead to distortions to competition.

There is not a single regulatory regime governing the entire insurance industry. Although a bulk of insurance regulation is common to all classes, regulatory regimes typically apply different rules to different classes of insurance. Broadly speaking we may distinguish four classes: life, health, property and casualty insurance and reinsurance. It is not uncommon, for example, to find specific rules applying, for example, to the health insurance industry. In particular, there may be rules limiting the ability of health insurers to insure individual consumers and limiting the information that can be taken into account in establishing the premium (such as a “community rating” requirement) or requiring them to provide certain

benefits. In some countries life insurance products are subject to disclosure regulations similar to other securities.

With the broad category of property and casualty insurance, there may be special rules applying relating to marine or aviation insurance or insurance for workplace accident liability. Although there are typically few substitutes for non-life products (with the exception of self-provision, which is often an option for large corporations or groups of consumers), life insurance products, which typically include a savings component, compete with other long-term savings products including superannuation and pension funds. Differences in tax or regulatory treatment of these products can have important effects on competition.

The insurance sector in OECD countries remains a very heavily regulated sector. The primary public policy concern underlying this regulation relates to concerns over the willingness and ability of consumers to observe and monitor the financial health of their insurer, especially when insurance is made compulsory. In the past, this led to a variety of policy interventions designed to restrict competition. Deregulation has involved a lifting of these restrictions on competition, a refocusing of regulation on prudential controls and consumer protection issues, and a focusing of regulation on consumer product lines”.

A atividade de seguros, entendida como o conjunto de produtos e serviços das companhias de seguro mais o sistema de distribuição, tem sido alvo de um processo constante de reformas regulatórias, tanto na Europa como nos Estados Unidos. A desregulamentação no caso europeu teve o efeito de uma verdadeira reconstrução do aparato normativo, viabilizando a construção de um fenômeno conhecido como “*Bancassurance*” – ou seja, a combinação de atividades de bancos com seguradoras e a oferta de produtos com características mistas ou híbridas –

No mesmo relatório da OCDE de 1998, temos colocado a questão regulatória desse novo ambiente, a ênfase dada, atenta para o fato que, a competição, no novo ambiente ocorre em mercados e entre produtos, talvez por isso, haja uma tendência a fusões e aquisições de e

entre empresas do setor bancário e de seguros. O dilema regulatório está colocado nos seguintes termos

:“These concerns are not as strong for those lines of (voluntary) insurance which are purchased primarily by large businesses (such as reinsurance and insurance covering industrial risks).

As a result of these concerns, regulation has traditionally taken the form of limiting the extent of competition between insurers, through controls on entry, on prices (particularly price floors), on the methods for calculating premiums, on terms and conditions and, in some cases, through the explicit promotion of cartels. These regulations may not be effective at preserving the financial health of insurers, however, if they merely divert competition away from, say, prices and into other dimensions of service quality. If the regulations are effective at restricting competition, they may have the usual undesirable effects of limiting incentives for efficiency and innovation.

Deregulation has therefore involved: First, the targeting of insurance regulation to those markets in which the primary consumers are individual citizens and away from markets in which the primary consumers are large businesses; second, a trend away from controls which limit competition between insurers (such as statutory monopolies, controls on premium prices and policy terms and conditions, the fostering of cartels), to controls on the financial position of insurers; third a trend away from requirements for prior approval of terms and conditions of insurance contracts, to reliance on general prohibitions against certain terms, industry agreements and general consumer protection laws; and finally, moves to enhance the quantity and quality of information that insurers must disclose relating to their financial position and attempts to increase the responsibility of directors and managers regarding to prudential health of their company.

In a few cases price controls have acted as a ceiling (rather than a floor) on insurance premiums (particularly in response to consumer concerns over premium growth in health and

motor vehicle insurance). This results in a withdrawal of coverage for certain risks, which typically leads to pressure for further intervention in the form of an insurer-of-last-resort. Experience shows that removing regulations on insurance prices typically expands coverage.

In the insurance industry (as in other parts of the financial sector), the sector-specific regulator typically has some form of authority over mergers and agreements among competitors. This can lead to conflict with the competition authority, especially when the jurisdiction of the regulator extends to judgment on competition issues. Although the possibility for conflict can be minimised through explicit cooperation agreements (such as in Norway), it appears that the most appropriate arrangement is through a clear separation of responsibilities, with responsibility for competition analysis delegated to the competition authority. Recent institutional reforms in Australia and the Netherlands have granted exclusive competition jurisdiction to the authority in both countries.

The underlying (information processing and risk management) technologies used by banks and insurance companies are essentially similar, giving rise to economies of scope in the joint production of these products. Where entry by banks into the insurance business (and vice versa) is allowed, banks can become important competitors for traditional insurance companies. In any case, the increasing tendency for financial firms to produce a full range of financial products (including both banking and insurance products) is giving rise pressure to adjust regulatory institutions. In particular, there is a trend towards broader regulatory institutions with responsibility for financial institutions across the financial sector (or, as in the case of the competition authority, across the economy as a whole).

A large number of insurance mergers have occurred over the last few years, particularly in the US and Europe. These mergers have become increasingly international and, in some cases, merge firms across the financial sector. Examples include the Citigroup/Travelers, Berkshire/General Re and Aetna Life/US Healthcare mergers in the US,

Royal Insurance/Sun Alliance and Commercial Union/General Accident in the UK, AXA and UAP in France and the Credit Suisse/Winterthur merger in Switzerland”.

A análise das questões colocadas, pelo relatório, indica que uma das maiores dificuldades encontradas pelos formuladores de políticas para o novo mercado de seguros e de produtos financeiros está na criação de instrumentos regulatórios que assegurem a existência de condições para o pleno exercício da livre concorrência entre as empresas do setor, assim como a plena competição entre produtos e serviços ofertados com características híbridas. O tema, no entanto, não é de fácil implementação. O mesmo relatório da OCDE ressalta a dificuldade da definição de uma política de defesa da concorrência em conformidade com a estratégia de fiscalização e regulação do setor, enfatizando o que seria a necessidade de uma proposta ou diretiva que possa analisar de forma sistêmica as questões relacionadas com a regulação para o mercado de seguros, bancos, valores mobiliários e previdência privada. A justificativa apresentada é a seguinte:

“In most OECD countries, the insurance market is competitive. Some countries, especially those that have recently reformed this sector, noted that the level of competition in the insurance sector is not strong. The last few years has witnessed considerable consolidation in the insurance industry, particularly in the US and Europe, including large mergers of banks and insurance companies. Despite the single market programme of the EU, the geographic boundaries of markets within the EU and in other countries are typically national boundaries, especially for insurance products sold to consumers and small businesses.

The extent of competition in the insurance market seems to vary significantly from product to product and from country to country. Although several countries reported having a highly competitive insurance industry (particularly the UK, Netherlands and the USA), concerns over the level of competition were also raised in many countries. For example, Germany notes: “The insurance industry continues to be very highly cartelised.” In Italy: “In the experience of the Antitrust Authority, price competition seems to be extremely weak.”

Similarly, in Korea: “given the short history of insurance premium liberalization in Korea, a complete form of competition on insurance premium is yet to be developed”. Given the strong historic tradition surrounding various forms of industry cooperation throughout many OECD countries, sustained vigorous competition law enforcement is necessary to establish sound patterns of compliance with competition rules”.

Como podemos perceber, o novo ambiente mercadológico da atividade de seguros exige que o regulador tenha como objetivo no exercício de suas funções:

- **a defesa da integridade e a garantia da existência de eficiência informacional entre consumidores e ofertantes de serviços financeiros, inclusive seguros especializados;**  
**e**
- **a proteção dos direitos de consumidores de serviços de seguros e ou de produtos financeiros híbridos que sejam substitutos próximos dos serviços ou produtos de seguros tradicionais;**
- **a proteção e a garantia de qualidade na supervisão, na fiscalização e no monitoramento do sistema, com a minimização da probabilidade de existência ou ocorrência de situações ameaçadoras de crises ou de riscos de contaminação sistêmica.**

A eficácia na regulação do mercado de seguros exige a materialização dos seguintes elementos no âmbito funcional do regulador:

- **a definição do que constitui a atividade e o negócio de seguros e resseguros;**
- **a distinção entre operações típicas de seguros e co-seguros e as operações de resseguros;**

- os riscos para os consumidores de serviços e produtos representados pelos serviços ou produtos de seguros híbridos com características de produto financeiro ou de *securities*;
- a formulação de mecanismos e incentivos adequados à assunção de riscos operacionais compatíveis com a estrutura de capital das companhias de seguros e ou resseguros;
- o grau de independência ou autonomia funcional e operacional do órgão ou agência reguladora;
- elementos para a supervisão das atividades dos auditores, dos atuários e das companhias de avaliação de riscos “*rating*”;
- a definição do que constitui a supervisão sobre a oferta de intermediação de serviços de seguros;
- a supervisão das condutas e práticas comerciais nocivas ao mercado;
- a supervisão das práticas anticoncorrenciais de e entre ofertantes de serviços de seguros;
- a análise, aprovação e possibilidade de fixação de restrições aos movimentos ou operações de fusões e aquisições de empresas de seguros ou resseguros;
- a autoridade para fechar ou decretar a insolvência de empresas de seguros;
- a autoridade para fixar regras e procedimentos para a oferta de serviços e produtos de seguros por seguradoras não autorizadas a operarem no mercado doméstico; e
- a autonomia operacional para a regulação, supervisão e fiscalização das funções e atividades de seguros e resseguros.

TABELA 6 – FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR BANCÁRIO

|                           | Número de Transações |              |              |                      | Valor das Transações |             |              |                      |                                         |            |             |                      |
|---------------------------|----------------------|--------------|--------------|----------------------|----------------------|-------------|--------------|----------------------|-----------------------------------------|------------|-------------|----------------------|
|                           |                      |              |              |                      | Em US\$ Bilhões      |             |              |                      | Como % de Todos os Setores <sup>1</sup> |            |             |                      |
|                           | 1991-92              | 1993-94      | 1995-96      | 1997-98 <sup>2</sup> | 1991-92              | 1993-94     | 1995-96      | 1997-98 <sup>2</sup> | 1991-92                                 | 1993-94    | 1995-96     | 1997-98 <sup>2</sup> |
| Estados Unidos            | 1.354                | 1.477        | 1.803        | 1.052                | 56,8                 | 55,3        | 114,9        | 362,4                | 18,7                                    | 9,0        | 10,6        | 18,2                 |
| Japão                     | 22                   | 8            | 14           | 28                   | 0,0                  | 2,2         | 34,0         | 1,1                  | 0,3                                     | 18,8       | 21,6        | 4,1                  |
| Europa <sup>3</sup>       | 495                  | 350          | 241          | 203                  | 17,5                 | 14,6        | 19,1         | 100,4                | 8,3                                     | 9,3        | 11,2        | 27,1                 |
| Bélgica                   | 22                   | 18           | 20           | 21                   | 1,0                  | 0,6         | 0,5          | 32,5                 | 14,1                                    | 7,0        | 4,9         | 34,8                 |
| Finlândia                 | 51                   | 16           | 7            | 7                    | 0,9                  | 1,0         | 1,2          | 4,3                  | 22,3                                    | 21,7       | 7,4         | 77,5                 |
| França                    | 133                  | 71           | 50           | 36                   | 2,4                  | 0,5         | 6,5          | 4,0                  | 4,3                                     | 1,0        | 9,8         | 4,1                  |
| Alemanha                  | 71                   | 83           | 36           | 45                   | 3,5                  | 1,9         | 1,0          | 23,2                 | 6,5                                     | 7,6        | 3,7         | 45,5                 |
| Itália                    | 122                  | 105          | 93           | 55                   | 5,3                  | 6,1         | 5,3          | 30,1                 | 15,6                                    | 17,7       | 24,9        | 63,3                 |
| Netherlands               | 20                   | 13           | 8            | 9                    | 0,1                  | 0,1         | 2,2          | 0,4                  | 0,2                                     | 0,5        | 17,5        | 0,8                  |
| Espanha                   | 76                   | 44           | 27           | 30                   | 4,3                  | 4,5         | 2,3          | 5,9                  | 13,5                                    | 21,5       | 14,1        | 26,6                 |
| Noruega                   | 23                   | 24           | 9            | 5                    | 0,1                  | 0,2         | 1,0          | 1,5                  | 1,2                                     | 5,7        | 8,0         | 20,0                 |
| Suécia                    | 38                   | 23           | 8            | 8                    | 1,1                  | 0,4         | 0,1          | 2,1                  | 3,8                                     | 2          | 0,3         | 7,1                  |
| Suíça                     | 47                   | 59           | 28           | 22                   | 0,4                  | 3,9         | 1,0          | 24,3                 | 9,5                                     | 43,4       | 2,4         | 78,3                 |
| Reino Unido               | 71                   | 40           | 25           | 17                   | 7,5                  | 3,3         | 22,6         | 11                   | 6,5                                     | 3,4        | 10,4        | 4,0                  |
| Austrália                 | 19                   | 20           | 18           | 14                   | 0,9                  | 1,5         | 7,3          | 2,3                  | 3,6                                     | 5,7        | 14,3        | 4,9                  |
| Canadá                    | 29                   | 31           | 16           | 11                   | 0,5                  | 1,8         | 0,1          | 29,1                 | 1,9                                     | 4,1        | 1,6         | 34,4                 |
| <b>Total de Bancos</b>    | <b>2.098</b>         | <b>2.032</b> | <b>2.162</b> | <b>1.360</b>         | <b>84,7</b>          | <b>83,2</b> | <b>200,8</b> | <b>534,2</b>         | <b>11,7</b>                             | <b>8,5</b> | <b>11,0</b> | <b>18,9</b>          |
| Total do Setor Financeiro |                      |              |              |                      |                      |             |              |                      |                                         |            |             |                      |
| - Bancos                  | 2.723                | 3.267        | 3.973        | 5.156                | 63,7                 | 122,2       | 189,9        | 534,2                | 8,8                                     | 12,5       | 10,4        | 19,4                 |

<sup>1</sup> Fusões e aquisições em todas as indústrias. <sup>2</sup> Até 30 de outubro/98. <sup>3</sup> Excluindo Áustria, Irlanda, Luxemburgo e Portugal.

Fonte: Securities Data Company.

## 16 – Convergência de Serviços Financeiros e conflitos regulatórios

A nova realidade da oferta de serviços financeiros trouxe, como consequência, um novo conjunto de preocupações para as agências ou órgãos de fiscalização das atividades bancárias, seguros, valores mobiliários e previdência privada: a compatibilização de suas atividades típicas com a necessidade do monitoramento das inovações financeiras que apresentem características mistas ou híbridas.

O resultado disso é a potencialização de situações de conflito regulatório em que a complexidade na caracterização de competências jurisdicionais pode colaborar para práticas nocivas ao mercado ou para o desenvolvimento de mecanismos restritivos à concorrência. Agências de regulação monotemáticas ou unidirecionadas para um determinado grupo de serviços correm o risco de se tornarem ineficientes à medida que o processo de integração dos serviços financeiros avançar, pois a dinâmica da nova realidade estimula a criação de ambientes em que produtos e serviços, associados com um tipo de classe ou de intermediário financeiro,

passam a ser operados ou distribuídos por uma outra classe de serviços ou de produtos de uma outra categoria de intermediários financeiros, não necessariamente regulados. O quadro a seguir apresenta a evolução da intermediação financeira nos Estados Unidos entre 1950 e 2000, período em que fica evidente o contínuo aumento da participação dos entes ligados à prestação de serviços pela assunção de “contratos”, assim como a expansão dos fundos mútuos de investimento e a criação de novas entidades.

| <b>Tabela 7:<br/>Intermediação Financeira nos Estados Unidos: Distribuição Percentual<br/>dos Ativos Financeiros nos Ativos Totais</b> |             |             |             |             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                                                                                                                        | <i>1950</i> | <i>1970</i> | <i>1993</i> | <i>1998</i> |
| Bancos Comerciais                                                                                                                      | 51,2        | 38,6        | 25,1        | 23,5        |
| Instituições de Poupança                                                                                                               | 13,4        | 18,7        | 6,7         | 5,6         |
| Cooperativas de Crédito                                                                                                                | 0,3         | 1,1         | 2           | 1,2         |
| Seguradoras                                                                                                                            | 25,3        | 18,7        | 15,6        | 14,5        |
| Fundos de Pensão                                                                                                                       | 4,1         | 13,1        | 22,1        | 25,6        |
| Financeiras                                                                                                                            | 3,2         | 4,6         | 4,3         | 4,2         |
| Fundos Mútuos                                                                                                                          | 1,1         | 3,5         | 12,9        | 15,6        |
| Demais Agentes                                                                                                                         | 1,4         | 1,7         | 11,3        | 9,8         |
| Valor dos Ativos (US\$ bil.)                                                                                                           | 294         | 1.340       | 15.380      | 18.500      |
| Fonte: FED - Matriz de Fluxo de Fundos.                                                                                                |             |             |             |             |

A convergência de serviços financeiros é uma tendência mundial, em que grupos de intermediários financeiros avançam sobre a linha ou fronteira delimitada da oferta de produtos ou serviços tradicionais de sua atividade e capturam fatias de mercado de outros setores. Esse mecanismo constitui uma disputa ferrenha por novos clientes *típicos* de serviços ofertados por mercados “não-concorrentes”, mas potencialmente complementares. A própria globalização induz à convergência funcional entre mercados, pois leva à abertura de atividades econômicas e à privatização dos serviços financeiros oferecidos pelos Estados.

A necessidade de racionalização de custos e a busca da eficiência têm obrigado a mudanças na escala operacional e na abrangência das instituições financeiras e seguradoras. A oferta conjunta de serviços financeiros (serviços bancários, seguros, planos de previdência e securitização) contribui para a redução de custos e permite a operação de estruturas

operacionais múltiplas, adicionando sinergia e complementaridade entre as atividades das instituições que ofertam serviços consolidados.

Na Tabela 6, apresentamos a consolidação dos chamados “bancos universais”, que são instituições que operam e oferecem serviços múltiplos de atividades relacionadas com a oferta de serviços bancários (comercial), de investimentos (*securities, underwriting e mergers and acquisitions*) e de seguros e previdência privada. Uma característica desse novo *banco* está na ampliação espacial e territorial da base de atuação. Integração e globalização constituem as principais forças propulsoras das novas atividades bancárias. Contudo, o processo apresenta algumas características que, por serem inovadoras, exigem uma revisão dos conceitos e do processo de regulação tradicional, em decorrência de três fatores, segundo Blommestein (1995).

O primeiro é o movimento de integração e globalização financeira que colabora para mudanças no comportamento dos consumidores de serviços financeiros (pela alteração na composição dos portfólios).

O segundo está associado às ondas de fusão e, com esse movimento, tem forçado a consolidação de posições em mercado (*market share*) dos novos bancos universais. O processo contribui para fortalecer a confiança e diminuir a percepção de risco e as expectativas dos consumidores.

O terceiro fator relaciona-se com a indagação de como os serviços financeiros integrados podem afetar a relação cliente-banco. Essa relação, aliás, acaba convergindo para uma prestação de serviços padronizados que podem revelar-se, no tempo, como contratos potencialmente desbalanceados contra os consumidores.

O contínuo processo de liberalização das atividades e dos serviços financeiros fortalece a competição entre os setores e incentiva o desenvolvimento de economia de escala, mas o aumento do escopo da fiscalização exige um monitoramento maior das agências reguladoras no tocante, principalmente, à:

- aa) fixação de regras claras de atuação e à definição de mecanismos capazes de desenvolver um verdadeiro sistema de defesa dos consumidores dos serviços financeiros;
- bb) manutenção de condições apropriadas para a competição; e
- cc) defesa da integridade e estabilidade do sistema financeiro.

As políticas de regulação Kogushi (1994) devem ser direcionadas para:

- dd) minimizar a probabilidade de ocorrência de contágio – que consiste na exposição *exagerada* a riscos não-dimensionados por uma unidade ou atividade de um conglomerado, com alto potencial de impacto negativo dos resultados ou perdas para esse mesmo conglomerado
- ee) assegurar a plena transparência de todas as posições ou de todos os riscos assumidos pelas instituições integrantes de um conglomerado;
- ff) garantir o adequado provisionamento de custos e perdas realizados ou a realizar, com a compatibilização necessária de capital;
- gg) fiscalizar a conduta e as práticas operacionais dos administradores e gestores de instituições, com ênfase na necessária provisão de incentivos e na adoção de sistemas de compensação e premiação consistentes com a regulação;
- hh) supervisionar, de forma adequada, os demonstrativos das instituições financeiras e das companhias coligadas, com destaque para os requisitos de solvência e para as operações de crédito ou de mútuos cruzados entre coligadas e controladas;

- ii) analisar, acompanhar e julgar os procedimentos e as operações de fusões e aquisições de empresas de um mesmo setor ou de movimentos de oferta de serviços conjuntos entre conglomerados que venham, de alguma forma, a caracterizar desvios ao livre funcionamento de mercado ou restrições à concorrência, com concentração horizontal, vertical ou por produtos;
- jj) monitorar, fiscalizar e regular as situações potenciais de conflito de interesse entre as posições assumidas pelas instituições financeiras e os riscos tomados pelos consumidores de serviços financeiros; e
- kk) fiscalizar as aplicações das reservas associadas de fundos de longo prazo (planos de previdência privada).

A experiência internacional, no entanto, indica que o processo de regulação e os mecanismos de proteção ao mercado, em algumas situações, podem apresentar falhas, associadas à existência de mercados incompletos, que podem levar a insuficientes níveis de investimentos ou à ocorrência de informações imperfeitas ou assimétricas.

O aparecimento de imperfeições faz com que mercados incompletos possam desenvolver nos agentes sinalizações incorretas, situação em que a percepção de risco pelos participantes pode ser distorcida, com a possibilidade de criação e do desenvolvimento de crises de natureza sistêmica ou de perda de confiança ou de credibilidade na capacidade de o órgão regulador lidar, de forma adequada, com distorções comportamentais do mercado. As falhas do regulador podem ocorrer por várias razões, sendo as principais, segundo White (1996):

- 62) Os reguladores podem ter dificuldades para formular e implantar regras e normas que sejam consistentes com as necessidades do mercado, podendo também ocorrer problemas de assimetria informacional entre reguladores.
- 63) Os servidores (empregados) do regulador também podem ter incentivos inadequados,

comprometendo as funções e os objetivos da regulação. O problema na relação agente-principal (público) pode estar presente na relação funcional interna da agência reguladora.

64) Um comportamento do regulador caracterizado por postura defensiva e por aversão ao risco pode ser inconsistente com a garantia de condições de competitividade do mercado.

65) O regulador pode ser *capturado* pelos interesses de grupos ou de segmento dos entes regulados, alguns dos quais podem ter um conjunto de informações superior à média dos demais agentes. Tal assimetria informacional pode interferir ou colaborar para deteriorar as funções e os objetivos do órgão regulador.

Consumidores de serviços financeiros típicos são agentes atomizados, o que os qualificam normalmente como pouco organizados, titulares de um conjunto de informações com maior dispersão, podendo apresentar interesses múltiplos, variados e não-coincidentes ou até mesmo conflitantes (devedores *versus* credores; novos *versus* velhos; grupos regionais *versus* grupos nacionais).

Como podemos perceber da apresentação das situações potenciais de falhas do regulador, elas podem acontecer por decorrência de:

II) elevado poder de mercado por um agente específico;

**mm)** existência de externalidades, que consiste na apropriação de benefícios ou na internalização de prejuízos por parte de um agente sem que o sistema de preços seja capaz de monitorar a formação de preços do ativo de forma adequada ;

**nn)** problemas do tipo *carona* (*free rider*, no qual um ou mais de um agente se apropria de parte(s) do(s) benefício(s) da regulação ou de normas, para obter um tipo de privilégio ou vantagem(ns) pessoal(is);

oo) informações imperfeitas ou ausência de informações; e

pp) a existência de conflitos de interesses entre os objetivos da regulação.

A regulação, para ser eficiente, deve ser direcionada à execução de funções e procedimentos claros e bem definidos, em que as responsabilidades e as atribuições funcionais sejam indicadas por agente externo (poder público, Executivo ou Legislativo), em destaque a fixação de metas de desempenho para a definição dos padrões de qualidade, que devem ser obedecidos quando da fiscalização de forma a estabelecer entre as partes envolvidas, um *verdadeiro* protocolo de intenções, pacto firmado como contrapartida à fixação de princípios de transparência (*accountability*) por partes dos gestores do órgão regulador. Os mecanismos de assunção de responsabilidade pelos reguladores devem ser compartilhados por instrumentos de salvaguarda dos interesses dos agentes (consumidores de serviços financeiros) nas relações de serviço ou nos contratos pactuados com o principal (instituições financeiras).

O processo de globalização está, de fato, forçando e contribuindo para acelerar a tendência de convergência de serviços financeiros. Esse movimento apresenta como principal característica a necessidade de uniformização dos procedimentos de supervisão regulatória entre mercados (de forma horizontal) e entre produtos (de forma vertical).

Uma particularidade do mercado de seguros, valores mobiliários e serviços bancários é a preocupação com a satisfação do *comprador* final do serviço ou produto. A repetição dos atos e a relação de confiança entre as partes envolvidas na aquisição de serviços financeiros ocorrem em bases em que os custos de saída impostos aos consumidores podem ser elevados ou acompanhados da exigência de prazos longos para a portabilidade (planos de previdência, aplicações em fundos mútuos de longo prazo, seguros de vida), em contraste com os serviços desenvolvidos para *clientes especiais* (grandes clientes, companhias de grande porte, instituições assemelhadas, investidores institucionais). Nesses serviços, as regras de comportamento e as bases contratuais existentes na negociação podem criar um maior equilíbrio nas relações entre as partes, com a diminuição dos custos e maior equilíbrio informacional.

Um exemplo dessa constatação empírica pode ser encontrado no quadro a seguir, onde está apresentada a esquematização da capacidade do regulador de seguros em criar e monitorar de forma adequada a aplicação de regras e normas de regulação, dentre os diversos serviços e produtos ofertados por uma seguradora, segundo estudo desenvolvido por Skipper (1998).

Tabela 8 – Tipos de Seguro e Efetividade das Normas de Regulação e Supervisão

|                                        |                                                                                   |
|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| Seguro sobre Autos                     | Grande                                                                            |
| Seguro de Vida e Saúde                 |  |
| Residencial                            |                                                                                   |
| Pequenos Negócios                      |                                                                                   |
| Comercial e Industrial                 |                                                                                   |
| Navios, Cascos, Aviação e Transportes. |                                                                                   |
| Resseguro                              | Nenhuma                                                                           |

A explicação apontada para a dificuldade de imposição de regras efetivas de fiscalização em determinados ramos de seguro reside justamente na constatação de que o processo de desregulamentação pode ser assimétrico, pois permite, no primeiro momento, maior ampliação do espectro dos serviços financeiros. Para os consumidores mais qualificados de serviços de seguros ou produtos financeiros, essa diminuição de barreiras possibilita uma oferta maior de produtos diversificados. Os consumidores mais qualificados conseguem, por mecanismos de mercado (doméstico ou externo) ou por preço (cotação internacional, auto-seguro, reciprocidade), acesso a um leque de opções de serviços, inclusive de preços, que são praticamente impossíveis ao consumidor de serviços *típicos* (por exemplo, seguro de automóveis, cujo objeto da relação contratual não é passivo de *cotação* em outros mercados, em função dos custos de transação ou das dificuldades de execução judicial por inadimplemento), o que inviabiliza a possibilidade de contestabilidade dos ramos de seguro mais direcionados para a venda de serviços ao público, os consumidores atomizados.

## **17 – Influências da Nova Arquitetura do Sistema Financeiro Internacional sobre o Brasil**

A inserção do Brasil no processo de globalização é definitiva e irreversível. Isto posto, a questão regulatória do sistema financeiro nacional reveste-se de fundamental importância, exigindo um diagnóstico preciso dos efeitos das mudanças no cenário nacional derivadas dos movimentos no fluxo de capital e das tendências dominantes no sistema financeiro internacional. A partir da análise dos principais relatórios do Banco Mundial, do FMI e da OCDE (1998, 1999 e 2000), é possível traçar alguns cenários prováveis para o futuro do sistema financeiro internacional, nos quais as principais mudanças estariam relacionadas com os seguintes pontos:

- **forte tendência, nos países emergentes, para a internacionalização de seu sistema bancário, de mercado de capitais e operações de seguros;**
- **aumento do fluxo financeiro dos países do G-7 para os países emergentes;**
- **uniformização de sistemas de negociação e de liquidação de operações financeiras em mercados de capitais;**
- **forte redução dos custos de telecomunicações e a disponibilização de tecnologias de informática de ponta;**
- **forte tendência para a desregulamentação das operações financeiras, abertura da conta de capital e flexibilização das restrições à plena mobilidade dos fundos entre países, inclusive no que concerne à disponibilização de operações externas para os residentes (consumidores) em países emergentes;**
- **aumento na competição da intermediação financeira, com redução nas margens e comissões, em todos os segmentos do sistema de distribuição;**
- **tendência de forte desintermediação da poupança financeira, com efeitos também na configuração da propriedade, devido ao aparecimento de novos mecanismos de**

financiamento a investimentos (fundos de ações com participação no controle das empresas), instrumentalização de projetos de financiamento compartilhado (*project finance*), investimentos de risco (*venture capital*), empreendimentos em projetos imobiliários com compartilhamento da propriedade (*Real State funds*) e inovações trazidas pelo comércio eletrônico (*e-commerce*) e pelo maior uso da Internet em operações bancárias (*e-finance*);

- crescimento dos fundos de previdência privada definidos, como fundos de investimentos de longo prazo destinados à aplicação e acumulação de poupança e caracterizados por repactuações contratuais periódicas em que a existência de portabilidade (possibilidade de mudança de gestor) não é uma condição suficiente para garantir o fiel cumprimento de todas as cláusulas pactuadas nos contratos de prestação de serviços firmados entre ofertantes (instituições) e consumidores (beneficiários);
- reforço da fiscalização e do monitoramento das práticas de gestão por meio da garantia de transparência nos critérios de aplicação das reservas técnicas da seguradoras, da existência de mecanismos que assegurem a qualidade dos demonstrativos financeiros e da consistência nas informações divulgadas pelos planos de previdência privada. A fiscalização e o monitoramento constituem uma das principais atividades da moderna função reguladora do Estado, sendo esse atributo fundamental para assegurar as condições necessárias ao desenvolvimento do mercado de capitais em países emergentes;
- estímulo à convergência das legislações comerciais dos países emergentes, em especial as relacionadas com os direitos dos minoritários e a execução de créditos (garantias para colaterais);

- **aprimoramento e racionalização da legislação referente à regulação e à fiscalização dos mercados de capitais, de seguro e de previdência privada, com a criação de entidades auxiliares de auto-regulação;**
- **criação de instrumentos legais de proteção e defesa dos direitos dos consumidores de serviços financeiros, em face, principalmente, da existência de imperfeições nas relações de prestação de serviços e na possibilidade de assimetria informacional nos mercados e**
- **criação de mecanismos e instrumentos legais de combate à “lavagem” de dinheiro em operações financeiras, em especial aquelas que possam servir de meios para encobrir enriquecimento originado de recursos do narcotráfico ou de atividades ligadas à corrupção.**

O resultado final da presente conjunção de forças em operação no sistema financeiro internacional implicará no desenvolvimento de sistemas mais saudáveis, diversificados e com melhores índices de solvência e adequação de capital. E o efeito mais positivo para a economia consistirá na oferta de operações e serviços financeiros mais completos, com um maior espectro de alternativas de financiamento para as empresas e consumidores, envolvendo taxa, prazo e volume.

Com o processo de globalização financeira, os países emergentes passam a receber fluxos significativos de capital e de investimentos. As principais motivações são os movimentos já mencionados em curso no sistema financeiro internacional, a abertura de mercados e os programas de desregulamentação e privatização implementados em vários países do mundo. O Brasil não foge à regra mas para assegurar a continuação desse processo de atração de capital externo cabe ao governo empreender mudanças em alguns aspectos da legislação brasileira, principalmente, os relacionadas com o sistema financeiro, o mercado de capitais, seguros, resseguros, capitalização e previdência, adequando-os à nova realidade dos mercados integrados e convergentes. A natureza das mudanças está relacionada à criação de instrumentos

legais e regulatórios que permitam ao Brasil acompanhar o curso das transformações em processo nos principais países do mundo

Inicialmente, deve ser buscada a adaptação dos aspectos funcionais da legislação brasileira aos padrões encontrados na legislação dos mercados globalizados. Uma das características da integração funcional de mercados e sistemas financeiros é a existência de movimentos de convergência entre as legislações dos países mais beneficiados pela

| <b>TABELA 9:</b><br><b>Fluxos de Investimentos para a América Latina e Caribe e Brasil (US\$ milhões)</b> |                                   |                              |                             |                                   |                             |                                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|
|                                                                                                           | <i>América Latina e Caribe</i>    |                              |                             |                                   |                             | <i>Brasil</i>                        |
|                                                                                                           | <i>Fluxo de Capitais Privados</i> | <i>Investimentos Diretos</i> | <i>Outros Investimentos</i> | <i>Fluxo de Capitais Oficiais</i> | <i>Variação em Reservas</i> | <i>Investimentos Direto e Portf.</i> |
| 1984/89                                                                                                   | 0,2                               | 5,3                          | -5,5                        | 8,2                               | -0,5                        | 4,4                                  |
| 1990/93                                                                                                   | 45,7                              | 18,7                         | 27,1                        | 1,8                               | 18,4                        | 9,3                                  |
| 1994                                                                                                      | 47,4                              | 24,2                         | 1,6                         | -4                                | -4,2                        | 8,1                                  |
| 1995                                                                                                      | 43,4                              | 25,3                         | 6,4                         | 19,7                              | 22,9                        | 4,6                                  |
| 1996                                                                                                      | 76,4                              | 40,3                         | 10,9                        | -4,8                              | 28,3                        | 15,4                                 |
| 1997                                                                                                      | 74,4                              | 57                           | 16                          | 9,2                               | 14,4                        | 22,2                                 |
| 1998                                                                                                      | 74,4                              | 60,6                         | 1,2                         | 10,2                              | -7,8                        | 24                                   |
| 1999                                                                                                      | 53,4                              | 79,6                         | -7,3                        | -2,8                              | 8,6                         | 32,1                                 |
| 2000                                                                                                      | 55,3                              | 67,8                         | 0,8                         | -10,2                             | -2,8                        | 41,4                                 |
| 2001                                                                                                      | 29,8                              | 68,6                         | -1,6                        | 23,4                              | 1,1                         | 31,2                                 |
| 2002                                                                                                      | 7,8                               | 39                           | -3,2                        | 13,6                              | -1,8                        | 11,8                                 |

Fontes: FMI e CEPAL

globalização. Dentre os principais itens, encontramos os relacionados com padrões de *qualidade* e de *garantia de direitos* aos investidores locais e estrangeiros, que podem ser materializados na eficiência da fiscalização e supervisão bancárias, de seguros e valores mobiliários.

Outro conjunto de institutos legais está associado à dotação de independência e autonomia funcional e operacional para os reguladores, de modo a assegurar condições propícias para a minimização de conflitos de natureza jurisdicional entre os órgãos envolvidos na regulação desses mercados. Também de fundamental importância é a existência de agências reguladoras independentes, cujos diretores tenham mandatos fixos e com regras a avaliação do

*desempenho* das funções delegadas. Além disso, a eficiência e a qualidade da regulação local passam a ser determinantes para a credibilidade internacional do regulador e para a eficácia da regulação, na presença de mecanismos de arbitragens entre mercados e produtos que possam afetar a integridade das relações entre ofertantes e consumidores de serviços.

Os investidores qualificados, os emissores e as instituições, quando operam em vários mercados, podem ser tentados a testar a eficiência das agências reguladoras dos países emergentes, procurando fragilidades e pontos vulneráveis. Como corolário, deficiências na afirmação de direitos de proteção aos consumidores financeiros e investidores podem colaborar para a perda de atratividade dos mercados domésticos num mundo onde existe plena mobilidade de capitais e mecanismos de arbitragem, inclusive regulatória, entre mercados nacionais. Afinal, uma das características da globalização é a existência de competição entre produtos, mercados, funções e países, por exemplo, produtos financeiros concorrem com serviços típicos de mercado de capitais e produtos de seguros concorrem com produtos financeiros e *securities*, seja em ambiente local ou em termos globais.

Outra característica do processo de globalização é a necessidade de regulação com ênfase nos aspectos prudenciais e quando do processo de apuração de irregularidades este deve ser dotado de mecanismos legais que agilizem a punição e o julgamento dos atos praticados por agentes econômicos que atentem contra o equilíbrio dos mercados. A criação de juízes ou câmaras arbitrais especializadas em questões atinentes ao mercado financeiro é encarada como algo que pode ser extremamente eficiente para a resolução rápida de pendências entre as partes.

Um ponto em comum entre as legislações de vários países do mundo, em especial os da OCDE, é a preocupação em compatibilizar os aspectos relacionados às atividades típicas de supervisão de mercados com o efetivo uso da legislação de proteção ao consumidor e da defesa da concorrência. A identidade de propósitos e a convergência de objetivos podem funcionar como um elemento auxiliar e indissolúvel ao pleno exercício da defesa da integridade dos mercados financeiros, de capitais e de seguros. Divergências entre os enfoques típicos de

agência de defesa da concorrência e o de autoridades responsáveis pela fiscalização bancária e de seguros podem surgir devido ao fato de que, em mercados financeiros e de seguros, a existência de concentração aparentemente elevada necessariamente não significa falhas no sistema de concorrência, mas apenas um estágio no processo de consolidação da participação no mercado por parte de instituições múltiplas. Ou seja, a concentração de posições pode significar, simplesmente, uma transição entre dois momentos.

A situação de concentração também pode ter origem na apropriação de ganhos de eficiência por economia de escala, fruto da ampliação das oportunidades de negócios trazidas pelo ambiente favorável da desregulamentação de mercados, ou no fim de restrições à comercialização de serviços, nos ganhos advindos da diversificação de riscos ou nos ganhos decorrentes de vantagens informacionais (Arthur, 2000).

Em trabalho recente, Claenssens e Klinebiel (2000), dois pesquisadores do Departamento de Estudos de Política e Estratégias Financeiras do Banco Mundial, estudaram os aspectos que devem ser considerados fundamentais em um *verdadeiro* ambiente de competição no mercado financeiro. Segundo eles, a resposta está na avaliação de características do mercado que apontem a existência de condições para o exercício da “contestabilidade”, isto é, a possibilidade de oferta de produtos ou serviços por entidades fora da fronteira do mercado, a ausência de barreiras à entrada em setores específicos (por efeito da criação de cartéis etc), a ausência de oligopólios na distribuição de serviços financeiros e de restrições impostas pela legislação para a operação de bancos e seguradoras estrangeiras no mercado de um país.

As mudanças em curso no cenário internacional provocaram alterações profundas na realidade do sistema financeiro internacional, produzindo efeitos econômicos definitivos de primeira e segunda ordens sobre países emergentes, em especial, sobre o sistema bancário e os mercados de capitais e de seguros. Essa conjunção de forças traz como resultante a tendência à integração e à convergência entre mercados e, por conseqüência, a necessidade de ampliação e reestruturação das funções do(s) órgão(s) governamental(is) de regulação desses setores.

O exercício eficiente e equilibrado das funções do(s) órgão(s) de regulação em mercados globalizados só é possível se este(s) tiver (em) entre suas atribuições a fiscalização, a supervisão e o monitoramento das atividades do mercado de forma sistêmica. Essas responsabilidades devem ser redefinidas, afastando-se da visão tradicional de separação de competências regulatórias em que a distribuição de funções de fiscalização ocorre por delegação de competências a agências isoladas.

A antiga visão deve ser substituída por uma postura regulatória voltada para a ótica da supervisão e regulação em mercados integrados e convergentes. Esse novo enfoque é mais eficiente do que a visão departamental pois permite que as atividades de supervisão e fiscalização sejam exercidas observando-se um conjunto maior de realidades de um mesmo mercado, inclusive as inovações financeiras.

A ausência de adequada supervisão sobre os produtos financeiros de características mistas pode criar situações propícias ao desenvolvimento dos chamados “*buracos negros*” ou “*espaço sombra*” ambientes regulatórios, propícios ao aparecimento de falhas de mercado. Como prevê a teoria de mercados eficientes, nessas situações, os consumidores de serviços financeiros podem ser prejudicados devido a imperfeições contratuais, ao aumento do risco de mercado, à dispersão da assimetria informacional ou mesmo à possibilidade do desenvolvimento de crises sistêmicas.

As citadas falhas podem ocorrer por várias razões, dentre as quais a dificuldade na definição de competências legais entre as diversas agências envolvidas na regulação e fiscalização dos mercados financeiros. Ademais, as inovações financeiras têm gerado produtos híbridos não enquadráveis no arcabouço tradicional de regulação segmentada. O redesenho regulatório deve ser voltado para a ênfase na necessidade de uma visão articulada e funcionalmente integrada da fiscalização, sendo objetos da regulação a defesa da integridade e o equilíbrio informacional do mercado como um todo, em substituição à visão de produtos ou mercados segmentados.

Essa nova postura do órgão regulador permite a otimização dos ganhos de sinergia regulatória e da fiscalização em mercados integrados e convergentes, ao proporcionar maior agilidade na identificação de potenciais focos de inconsistência nas relações contratuais entre consumidores e ofertantes de serviços financeiros. Ao mesmo tempo, exercita-se a supervisão prudencial de forma mais consistente, pois o regulador obtém uma visão integrada da fiscalização dos mercados sob sua competência legal.

Utilizando uma metáfora conhecida na literatura, a ótica da regulação passa a ser voltada para a avaliação das condições da *floresta* (do mercado) como um todo. Esse enfoque permite a identificação, de forma mais precisa, de eventuais anomalias nos *espécimes* novos (inovações), em contraposição à postura alternativa, que segrega as funções do regulador à mera observação de *árvores* isoladas (segmentos do mercado), sem a possibilidade de identificação dos processos de cruzamento entre diferentes *espécimes* e da própria evolução dos mecanismos de seleção natural de produtos ou serviços financeiros.

## **18 – Racionalidade Econômica da proposta de criação de uma Agência Única de Fiscalização de Serviços Financeiros Envolvendo os Mercados de Capitais, de Seguros, de Capitalização e de Previdência Privada.**

As grandes transformações estruturais do sistema financeiro internacional exigem alterações profundas nos atuais modelos regulatórios, principalmente, no espectro de normas e regras que definem o denominado “arcabouço” normativo da regulação da prestação de serviços financeiros enquanto atividade privativa do Estado.

A revisão dos conceitos deve voltar-se para a incorporação de elementos novos aos fundamentos econômicos tradicionais da regulação financeira de modo compatível com a tendência à convergência entre os serviços e produtos financeiros. Esta, como visto acima, decorre:

- qq) Dos efeitos da globalização financeira;
- rr) Do ambiente internacional de liberalização e da desregulamentação financeira e, por consequência, do efeito sobre a mobilidade do capital e
- ss) Da constituição de centros integrados de liquidez.

A globalização financeira apresenta como principal característica a construção de um mercado unificado de serviços e produtos financeiros com ganhos e economias de escala associados às atividades e aos processos de distribuição e comercialização de serviços financeiros (D'Arista, 1998).

As instituições financeiras que operam em mercados financeiros integrados, convergentes e complementares estabelecem um sistema de redes de negociação, distribuição e compensação de ativos financeiros em que são transacionados títulos e ações no mercado local e internacional pelos mecanismos de ADR e GDR, são ampliados às atividades e os serviços de seguros e disponibilizados produtos financeiros com características múltiplas e híbridas.

No conjunto, as operações nos diversos mercados possibilitam a absorção de ganhos expressivos de sinergia decorrentes, principalmente, da redução dos custos operacionais e da ampliação dos mecanismos de distribuição de serviços financeiros, associados à existência de economia de escala proporcionada pela formação de redes, com o uso da Internet – as chamadas “*networks economics*”<sup>17</sup> (Shapiro e Varian, 1999) – e pela comercialização de serviços padronizados (Claessens, 2000; Harker e Zenios, 2000).

Esse processo de ampliação de fronteiras dos novos mercados tem colaborado para a redefinição das funções clássicas das instituições e do mercado financeiro (por exemplo, os bancos comerciais passam a atuar na emissão de títulos e no marketing de seguros, as

---

<sup>17</sup> Economia de redes.

seguradoras se tornam ofertantes de planos de poupança etc). Tal cenário, quando associado aos benefícios gerados pelas inovações financeiras, tem obrigado os órgãos reguladores correspondentes a reverem as suas funções tradicionais e a incorporarem novas posturas regulatórias, especialmente, o estímulo à formulação de um enfoque alternativo aos atuais modelos de regulação e supervisão de mercados.

Podemos divisar três segmentos como os mais influenciados pelas mudanças em curso:

tt) as empresas emissoras de valores mobiliários, as seguradoras e os planos de previdência;

uu) os ofertantes não-globalizados de serviços financeiros, aqueles que atuam exclusivamente no mercado local, as instituições financeiras e as companhias que operam em mercados globais e

vv) os investidores e consumidores de serviços financeiros.

Qualquer análise sobre o processo de evolução do arcabouço normativo legal da regulação dos serviços financeiros e os possíveis desdobramentos para a nova arquitetura do sistema financeiro deve partir do pressuposto de que os interesses desses três agentes podem ser conflitantes e até divergentes. É possível encontrarmos, no relacionamento contratual entre esses três grupos, a ocorrência de distorções comportamentais originadas de falhas ou distorções no conteúdo informacional dos agentes, da ausência de adequado monitoramento interno dos entes regulados ou da existência de incompatibilidades entre as funções do próprio agente regulador.

Nesse espectro de interações dos agentes (consumidores) com o principal (instituições financeiras, emissores de títulos e ações e as companhias de seguros) encontram-se materializadas situações de potencial impacto restritivo ao funcionamento dos mercados. É o que a teoria define como mercados imperfeitos, cujos cenários são propícios à existência de disfunções no conteúdo informacional dos agentes (Shleifer, 2000).

### **18.1 – Fundamentos para a Construção de um Modelo de Regulação Financeira Integrada**

A existência de mercados eficientes e completos, em condições de assimetria informacional como as observadas na prática, só são alcançadas quando se adita aos mecanismos de mercado uma regulamentação estatal com elementos institucionais capazes de eliminar a externalidade negativa decorrente da existência da citada assimetria, obtendo-se, por essa via, a maximização do bem-estar da sociedade. Este é um verdadeiro pré-requisito para o desenvolvimento econômico, constituindo-se, portanto, no principal objetivo a ser perseguido pelos agentes reguladores. A aceitação da competência legal da regulação financeira por parte de uma agência ou de um órgão de regulação é um ato simbólico, mas a delegação das funções a essas entidades exige a resposta a uma questão prévia: qual deve ser o papel desempenhado pelos reguladores quando ocorrerem situações propícias ao desenvolvimento de ineficiências em mercados que passam por um processo de integração e convergência e que, ao mesmo tempo, encontram-se em um ambiente de desregulamentação? Trata-se de uma situação que pode ter origem nas seguintes causas:

- **A nova realidade de oferta de serviços financeiros traz como subproduto a construção de mercados integrados e convergentes onde são transacionadas ações, títulos, fundos de investimentos, títulos de capitalização e planos de previdência, produtos percebidos como ativos com alto coeficiente de similaridade.**
- **No processo de formação dos preços dos ativos podem ocorrer situações propícias ao desenvolvimento de assimetria informacional. Os demandantes desses ativos, denominados “consumidores de serviços financeiros”, como observamos em nossa exposição conceitual, são agentes que apresentam como característica marcante nas relações com ofertantes de serviços financeiros a adesão a contratos, formais ou não. Tais relações envolvem negociações ou transações com emissores de ações e títulos ou a contraprestação de serviços financeiros, inclusive, a participação não-explicita em contratos societários.**

- O foco potencial de imperfeições encontra-se na proliferação de condições favoráveis ao desenvolvimento de falhas no regular funcionamento do mercado. Uma dessas condições diz respeito à presença de cláusulas ou termos nos contratos de serviços financeiros que estabelecem bases assimétricas na relação entre ofertantes e demandantes de serviços financeiros. De um lado, temos consumidores atomizados, potencialmente desprotegidos ou com baixo conteúdo informacional; de outro, encontramos grandes corporações ou instituições financeiras, para as quais o contrato de prestação de serviços é apenas mera relação comercial.
- A padronização da relação cliente-prestador de serviços pode, em seu conjunto ou isoladamente, conter incentivos inadequados aos sistemas de premiação ou de punição de desvios das ações de entes regulados. A despeito de restrições ou limitações no arcabouço regulatório, a disfunção na prestação do serviço pode representar um tratamento não-equitativo ou até mesmo discriminatório para as partes de um contrato de prestação de serviços, inclusive nos termos de contratos societários. Um dos efeitos disso seria o rompimento unilateral de obrigações ou de termos de uma relação contratual, por meio de não-contraprestação dos serviços pactuados, de retenção de produto ou de inadimplência. Desvios dessa natureza geram perda de confiança na prestação de serviços financeiros e afetam a credibilidade de toda a indústria pelo efeito-contágio. A presença de tais componentes pode contribuir para a criação de distorções típicas de um ambiente com elevada assimetria informacional, mesmo que alguns termos contratuais tenham sido estabelecidos mediante prévia consulta ou tenham tido aprovação de forma genérica por órgão regulador, como nos casos dos prospectos para a emissão de ações e debêntures, nas apólices de seguros e planos de previdência privada ou nos regulamentos dos fundos mútuos de investimentos.
- Do lado da oferta, temos instituições financeiras, companhias de seguros ou empresas abertas, fornecedores de múltiplos serviços operando em mercados globais

**e competitivos. A oferta e a prestação diferenciada de produtos e serviços podem resultar na contraprestação de serviços incompletos, com transferência de renda entre as partes envolvidas. Nessas situações, os mercados podem apresentar falhas e ineficiências na oferta de serviços e produtos financeiros.**

Para o restabelecimento do equilíbrio nas relações em mercados, os economistas freqüentemente apresentam como solução uma entre duas posições opostas.

A primeira está associada com a obra de Stigler (1964) e, mais recentemente, com a formulação de Benston (2000). Esses autores afirmam que falhas de mercado devem ser resolvidas pelo próprio mercado e que qualquer intervenção estatal colabora tão-somente para adicionar elementos de incerteza ao conjunto de informações disponíveis no mercado. Para eles, possivelmente, a regulação emanada do Estado contribui na prática apenas para a criação e o estabelecimento de barreiras à entrada de novos participantes ou simplesmente cria incentivos inadequados ou incorretos ao funcionamento do mercado. Para essa corrente, a intervenção do governo nunca é benigna e é menos ainda eficiente, pois os custos são sempre superiores aos benefícios. Como a oferta dos serviços de regulação pode ser caracterizada como sendo a provisão de um bem público, as distorções entre os benefícios privados e os custos para o público representam uma taxa adicional sobre a sociedade, com alíquotas regressivas e potenciais fontes de desvios à maximização do bem-estar.

A segunda corrente, com Posner (1978 e 1982) e Goodhart (1989), advoga uma tese mais realista e menos doutrinária. Para eles a regulação é um instrumento de intervenção do Estado para a correção de *falhas de mercado* e como tal deve ser exercida, ou seja, a intervenção é uma ação estatal direcionada para o restabelecimento de situações de equilíbrio nas relações econômicas (Posner, 1998).

Qual seria a natureza da intervenção estatal? Shleifer (2000) e Crofas (2000) afirmam que, na regulação financeira, ela se caracteriza por três conjuntos de ações e formulações de política: proteção ao investidor, o empréstimo de última instância e as restrições e limitações

aos negócios (*curbs on trading*). A garantia à eficiência em mercados é apenas um componente das atividades da regulação, havendo conjunções de ações de primeira e de segunda ordens, igualmente fundamentais, como, por exemplo, a construção e o próprio fortalecimento do mercado.

No entanto, se ao Estado for demandada uma opção preferencial, ou a escolha de uma posição esta deve ser voltada para a proteção aos direitos dos investidores e consumidores, encarados como consumidores de serviços financeiros. Esse seria o papel crucial e a função mais importante da regulação financeira. O autor justifica a escolha com o resultado encontrado em uma série de pesquisas (ECGN, 1997; La Porta et alii, 1998a, 1998b e 1999; Morke et alii, 2000; Wurgler et alii, 2000; Levine e Zervos, 2000; Johson et alii, 1999; e Rajan e Zingales, 1998) que apresentam evidências bastante fortes de que a ausência de um sistema de regras de proteção e defesa de investidores colaborou para a configuração de um quadro em que simplesmente ocorreu a desintegração de mercados. As principais razões apontadas pelas pesquisas seriam:

- 66) Quando a legislação não protege de forma adequada os investidores, os controladores de companhias podem ter incentivos para a adoção de procedimentos e ações nocivas aos interesses dos acionistas minoritários, como forma alternativa de maximização do valor econômico do controle das companhias (apropriação de parte ou da totalidade do fluxo de caixa).
- 67) A existência de fragilidade na regulação do mercado de seguros pode contribuir para aumentar a exposição ao risco por parte de consumidores de seguros e de companhias seguradoras.
- 68) A ausência de mecanismos adequados de fiscalização e de monitoramento da gestão de planos de previdência privada podem incentivar posturas agressivas (em termos de risco) ou práticas ilícitas por parte dos gestores de fundos.

69) Alguns serviços financeiros apresentam como principal característica em sua oferta o estabelecimento de uma relação de fidúcia ou de confiança entre o consumidor e o ofertante. Produtos financeiros que apresentam essa particularidade, como os planos de previdência privada ou os fundos de formação de pecúlio, normalmente estão associados a processos de acumulação. A possibilidade da ocorrência de falhas na entrega desses produtos ou serviços pode levar à eclosão de crises ou a percepções coletivas de *inconsistência de mercados*. O resultado seria a deterioração na confiança dos agentes “*trust*” no mercado como um todo, por conta da criação de condições propícias ao aparecimento de externalidades negativas, com distorções na formação das expectativas que redundam na quebra de confiança dos indivíduos nas regras e nos instrumentos de mercado. Adicionalmente pode ocorrer uma sucessão de eventos que venha a afetar negativamente a percepção de risco dos agentes individuais e contribuindo para a adoção de posturas coletivas de desconfiança generalizada. A irracionalidade coletiva em situações de informações incompletas pode afetar o coeficiente de aversão ao risco dos agentes, de forma individual, ou coletiva, criando o cenário ideal para o aparecimento de bolhas especulativas ou situações de pânico ou de corrida bancária (Klidenberg, 1999).

A efetiva proteção a investidores (consumidores de serviços financeiros) requer a existência de um eficiente sistema legal e regulatório que assegure o fiel e efetivo cumprimento das regras, juntamente com um sistema de punições e aplicações de multas que seja ágil e eficiente nas execuções. A agência de regulação acaba assumindo o papel de verdadeiro norte dos mercados, sendo a bússola construída a partir da conjunção e presença dos seguintes elementos:

- **qualidade, velocidade e clareza no posicionamento do órgão regulador, frente as irregularidades;**
- **transparência na apresentação dos seus atos declaratórios;**

- **presteza nas interpretações de situações potenciais de falhas de mercado;**
- **agilidade na identificação de violações dos direitos dos consumidores dos serviços financeiros;**
- **Dotação de aparato administrativo (pessoal e recursos técnicos) competente e atualizado; e**
- **Eqüidade nos julgamentos dos inquéritos administrativos.**

Nesses elementos estão contidos importantes sinais e informações que a agência transmite aos participantes do mercado e que acabam, na prática, definindo a fronteira e os limites do que é tolerável em matéria de distorções individuais. As ações da agência auxiliam na criação de um estado de confiança dentro do próprio mercado que contribui para a elaboração de um autêntico *aparato* de jurisprudências e posturas disciplinadoras, qualificando para mais ou para menos a eficácia do ambiente regulador de um país e estabelecendo o diferencial de qualidade entre os arcabouços regulatórios de diversos países.

A eficiência e a valorização institucional de uma agência reguladora são formadas e respeitadas pelos participantes do mercado com base nas ações do dia-a-dia do regulador, especialmente, a consistência das soluções encontradas pelo órgão em situações críticas que exijam o saneamento de irregularidades administrativas e adoção de posturas coercitivas emanadas da eficácia nas decisões dos julgamentos administrativos. Em suma, a qualidade do e a eficiência ( *enforcement*) do órgão regulador está relacionada à rapidez com que este encontra respostas para estabelecer restrições às práticas comportamentais dos agentes em situações nocivas ao funcionamento do mercado. A conformidade entre os objetivos, os princípios genéricos da regulação e a eficiência da regulação estabelecem, na prática, as fronteiras das responsabilidades do agente regulador. Essa eficiência no *modus operandi* acaba se constituindo, de fato, em elemento-chave para a determinação da credibilidade e do respeito institucional necessário ao bom funcionamento de um órgão de regulação.

Qual a vantagem para o mercado da adoção de um sistema de regulação com um claro viés pró-consumidor (investidor)? As principais vantagens apontadas podem ser sumariadas nos seguintes pontos:

- **Países que adotam sistemas legais e regulatórios de proteção ao investidor (acionistas minoritários, consumidores de seguro, beneficiários de planos de previdência privada, credores) de forma explícita, o volume de crédito é maior, com taxas de juros sobre os empréstimos menores e prazos maiores; as companhias listadas em bolsas têm uma relação Preço/Lucro mais elevada; a propriedade do capital é mais dispersa; o controle do capital é mais eficiente (pela aversão ao *take over*); as ofertas iniciais de ações (IPO) ocorrem a preços superiores e as taxas de colocação são menores.**
- **Em mercados onde a proteção aos investidores e consumidores de serviços financeiros é eficiente, o valor individual das companhias, com portes semelhantes e comparáveis, inclusive bancos e seguradoras, é superior ao índice encontrado em países sem esse atributo na legislação.**
- **A oferta de serviços de seguros e as operações de resseguro apresentam uma gama de opções e alternativas superiores às encontradas em mercados onde os consumidores de seguros são pouco protegidos.**
- **São maiores a capitalização de mercado e o valor patrimonial das companhias em relação ao PIB.**
- **Quando o sistema de proteção aos investidores e consumidores de serviços financeiros não os resguarda de forma adequada em suas relações contratuais com os ofertantes desses serviços, o montante administrado pelos fundos de investimentos é pouco expressivo e as taxas de retorno obtidas nas aplicações das reservas tem**

**desempenho inferior à taxa de retorno média sobre um ativo com risco neutro negociado em mercado.**

- **A existência de falhas de mercado por ineficiência nos mecanismos de proteção aos investidores e consumidores de serviços financeiros produz importantes efeitos sobre a economia real. Exemplos disso são a insuficiente oferta de fundos para o financiamento dos projetos das empresas e limitações no sistema de crédito de longo prazo, com efeitos sobre a aquisição de ativos cuja compra normalmente esteja associada a processos de tomada de endividamento por períodos longos a taxas de juros passíveis de repactuação. É o caso de ativos reais como os imóveis.**
- **O desenvolvimento do mercado de capitais e do sistema de previdência privada é afetado de forma negativa, o que colabora para perdas de eficiência na alocação da poupança, afetando a taxa de crescimento da economia.**
- **Países que apresentam falhas ou distorções em seus sistemas de proteção aos investidores e consumidores de serviços financeiros, tal como ocorreu durante a recente crise nos mercados de capitais entre 1997 e 1998, mostraram um declínio de seus mercados financeiros (em volume e valor de mercado) maior e por prazo de tempo mais longo que os mercados de países onde o sistema de proteção é mais eficiente.**

A oferta de regulação financeira em um país inserido no processo de globalização deve, portanto, ser dimensionada e estruturada pelas entidades governamentais sob uma nova ótica. O regulador de serviços financeiros, em seu conjunto de objetivos e procedimentos de fiscalização e supervisão, deve levar em consideração os seguintes pontos (Chroafas, 2000):

- **Conciliar a supervisão e a fiscalização de instituições e serviços financeiros ofertados em mercados globais com as características do mercado local;**

- **Prover adequado monitoramento das instituições e dos entes regulados, de forma que as regras de prudência, transparência e garantia dos direitos dos consumidores de serviços financeiros sigam o padrão normativo internacional;**
- **Conciliar a regulação de mercados de seguros, previdência e valores mobiliários com o movimento de erosão de fronteiras entre as diversas modalidades de instituições financeiras ofertantes dos respectivos serviços;**
- **Compatibilizar a liberdade de acesso a mercados e serviços financeiros com a necessidade de aumento da supervisão e fiscalização individual de instituições e entes regulados;**
- **Compatibilizar o contínuo aumento do uso de instrumentos financeiros com características de derivativos (alavancados) com o equilíbrio dos mercados. A crescente sofisticação dos serviços e produtos financeiros, em particular, a ampliação das operações especiais para os *clientes sofisticados*, com uso de modalidades híbridas de investimento, pode esconder a exposição de riscos e informações relevantes;**
- **Considerar a tendência para que as instituições financeiras e os ofertantes de ações, títulos e seguros operem em mercados de forma consolidada e globalizada; e**
- **Considerar que algumas instituições financeiras múltiplas, por deficiência no arcabouço regulatório, podem ter incentivos à exploração de fragilidades individuais de mercados.**

O relatório anual de 1998, do Comitê de Assuntos Financeiros do governo britânico (p. 8), apresenta uma clara preocupação do governo local com a tendência da regulação em mercados financeiros e o de seguros, apontando para a necessidade de reflexão sobre os seguintes aspectos:

“It is clear that the distinctions between different types of financial institution – banks, securities, firms and insurance companies – are becoming increasingly blurred (...) there is a strong case for bringing the regulation of banking, securities and insurance together under one roof. Firms organise and manage businesses on a group wide basis; Regulators need to look at them in a consistent way. This would bring the regulatory structure closer in line with today's increasingly integrated financial markets. (...) the existing arrangements for financial regulation involve a large number of regulators, each responsible for different parts of the industry. In recent years there has been a blurring of the distinctions between different kinds of financial services business: banks, investment firms, insurance companies and others. This has added further to the complexity of financial regulation; the Government believes the current system is costly, inefficient and confusing for the both regulated firms and their customers, it is not delivering a standard of supervision and investor protection that the public has a right to expect. We are therefore proposing a establishing a single, statutory regulator for the UK financial services industry with a clearly defined regulatory objectives an a single set of coherent functions and powers”.

A despeito da relativa facilidade de entendimento do assunto, a exposição conceitual do problema pode ser extremamente complexa pois envolve a formulação de um modelo de regulação que seja compatível ao mesmo tempo com o antigo (na transição) e com os atuais sistemas financeiros de mercados integrados e convergentes, como nos revela Swift (1999). Segundo ele, a regulação deve ser apresentada de forma clara e precisa, sem incompatibilidades entre seus objetivos e seus instrumentos operacionais. Essa confluência de forças deve ser capaz de apresentar elementos de factibilidade e funcionalidade entre os objetivos. A resultante deve, obrigatoriamente, proporcionar um desempenho superior ao encontrado no regime tradicional.

Quinn (1999) apresentou o que seria um modelo de regulação financeira para as duas situações. Segundo esse autor, a atividade da regulação de mercados isolados, não-integrados e departamentalizados, compostos por segmentos com pouca ou nenhuma convergência, na prática se revelava relativamente simples. Para Quinn, isso se deve ao fato de que a realidade que dominava o mundo pré-globalização financeira, em termos matemáticos, podia ser expressa de forma simplificada por um sistema de equações simultâneas em que as principais hipóteses podem ser apresentadas nas seguintes formulações:

- ww) o universo especificado na modelagem é bem-comportado, sem grandes alterações tecnológicas, e tais alterações, quando ocorrem, são discretas, previsíveis ou esperadas;
- xx) a regulação pública desse(s) mercado(s) é orientada para a análise individual de compatibilização entre os procedimentos formais da regulação (cumprimento de restrições com avaliação de risco individual) ou simultânea com a limitação à oferta de bens ou serviços financeiros;
- yy) a oferta desses serviços e produtos é realizada por unidades ou firmas que operam em mercado(s) com barreiras à entrada de novos competidores;
- zz) a oferta cruzada de serviços e produtos financeiros por parte de uma firma em um outro mercado de serviços ou produtos diferentes do que ela atua sofre restrições legais;
- aaa) só parte da demanda é saciada pela oferta das firmas em operação no mercado;
- bbb) os preços dos produtos são compatíveis com a tecnologia dominante;
- ccc) as inovações financeiras são controladas pelo regulador de forma a não proporcionar ganhos *anormais* de renda à instituição que as desenvolveu;
- ddd) a competição entre mercados é desestimulada pelo regulador;
- eee) a remuneração dos empregados e os dividendos dos acionistas das firmas (instituições financeiras) crescem na proporção dos retornos obtidos pelas firmas (retornos constantes de escala);

fff) os outros fatores que não estão diretamente sob a égide da regulação são, por restrições legais ou por barreiras à livre mobilidade dos participantes, sujeitos apenas a discretas e periódicas mudanças;

ggg) o estado das artes da tecnologia, a demanda por regulação adicional de proteção a novas *necessidades* dos consumidores, o desenvolvimento de produtos e serviços, o regime fiscal e a oferta de serviços e produtos por participantes externos ao mercado ou o acesso de firmas a novos mercados são restritos ou estritamente regulados;

hhh) Todos os estados da natureza são invariantes em relação ao *nível* ou padrão da regulação dominante; e

iii) Apesar de não estar definida no modelo, admite-se a hipótese de aversão ao risco pelos consumidores de serviços e que a função de utilidade da sociedade incorpora os benefícios da regulação.

Nesse modelo de regulação, as variáveis estão relacionadas de modo linear, as mudanças ocorrem de forma lenta, os efeitos de mudanças na tecnologia só aparecem depois de transcorridos períodos longos de tempo, a probabilidade de aparecimento de choques externos significativos é pequena e a ocorrência de alterações bruscas nos mercados por conta de mudanças no comportamento dos consumidores é pouco provável. Nesse cenário, o papel principal da regulação é o de manter o *status quo*.

Como podemos observar, o modelo de regulação em destaque não é conveniente para a interpretação da nova realidade, inclusive a brasileira, pois o mundo de hoje é regido:

- **Por rápidas e descontínuas mudanças de tecnologias, de informática e das telecomunicações, que levam a uma constante expansão do *menu* de ofertas de serviços e produtos financeiros, ao mesmo tempo que disponibilizam novas técnicas de gestão de vários tipos de riscos associados às inovações;**

- **Por intensa competição de serviços e produtos financeiros e pela convergência entre mercados de bens e serviços financeiros;**
- **Pela desagregação de mercados, com a convergência de produtos e serviços financeiros e com o estabelecimento de grande dificuldade para a identificação da natureza do serviço ou da correta especificação e enquadramento dos produtos ofertados no modelo de regulação convencional;**
- **Por forte tendência à remoção de barreiras à entrada de companhias e de capital nos mercados e pelo controle sobre o capital das empresas;**
- **Pela alteração na função de utilidade dos indivíduos, em face da absorção de novos produtos e da eliminação de restrições ao consumo de serviços;**
- **Pela tendência à demanda por instrumentos regulatórios menos restritivos e por maior desregulamentação das inovações financeiras;**
- **por mudanças na filosofia, no estilo e na atitude entre supervisores e reguladores sobre os requisitos básicos de adequação aos procedimentos e de restrições à oferta de serviços e produtos financeiros, em especial no tocante à necessidade de autorização para a disponibilização de inovações com características de serviços híbridos; e**
- **Pela convergência da regulação entre mercados, pela uniformização de direitos e de regras de supervisão e pela fiscalização dentro de um país e entre países.**

Quando tentamos incorporar ao modelo de regulação tradicional os elementos presentes na nova realidade, percebemos que o conjunto de pressupostos iniciais da antiga modelagem é incompatível com a formulação da nova economia, tornando o antigo modelo regulatório defasado e ineficiente. A regulação tradicional apenas é viável em um mundo onde

a classificação de mercados e as atividades das instituições financeiras sejam feitas de forma estática, invariante a mudanças tecnológicas, onde os serviços ofertados apresentem baixo coeficiente de interdependência entre os mercados e onde os próprios mercados financeiros, de capitais, de seguros e de gestão de fundos sejam departamentalizados, com baixa complementaridade.

Os principais pontos de inconsistência entre as duas realidades podem ser descritos pelas transformações no ambiente provocadas por mudanças na modelagem matemática. Na antiga formulação, as variáveis do modelo de Quinn (representado o sistema regulatório segmentado, o nível de competição nos mercados, as tecnologias usadas, o grau de proteção dos investidores e o estado de desenvolvimento dos produtos e serviços) estariam relacionadas de modo linear. Na nova formulação, elas podem estar relacionadas de modo não-linear, com uma grande interdependência e a trajetória de longo prazo pode sofrer mudanças não-esperadas decorrentes de choques externos, com alterações no comportamento das principais variáveis, inclusive na própria especificação do modelo.

Os avanços tecnológicos na indústria bancária, especialmente os associados com a distribuição e comercialização de serviços e produtos financeiros, podem representar a constituição de verdadeiras cunhas, com ganhos expressivos de renda para seus detentores, o que estimula os ofertantes a contínuos investimentos em novas tecnologias.

O estabelecimento de novas tecnologias de serviços e produtos financeiros, quando ocorre em um ambiente de assimetria informacional, pode levar a situações em que os consumidores de serviços financeiros podem, por períodos curtos de tempo, subavaliar ou dimensionar de forma incorreta os riscos tomados nas posições assumidas. Por sua vez, essa dispersão de informação contribui para a obtenção de ganhos de renda adicionais pelos ofertantes de serviços financeiros, indevidos ou não-explicitos.

A tentativa de padronização e uniformização de contratos entre ofertantes e consumidores pode não ser suficiente para a garantia da contraprestação adequada do serviço,

pela probabilidade da ocorrência de um estado da natureza no qual a regulação seja incapaz de prover os incentivos adequados à maximização do valor de franquia “*franchise*” dos negócios individuais e à minimização do efeito carona - “*free riders*”. Ou seja, algumas instituições, ao longo do período pactuado entre a prestação do serviço e a sua entrega efetiva, desenvolveriam mecanismos de transferência de renda e de apropriação de resultados não-pactuados nos contratos.

As novas tecnologias e as inovações de serviços e produtos financeiros em mercados integrados exigem dos participantes a busca constante de novas técnicas de gerência e monitoramento de risco, que são materializadas com a apropriação de benefícios originados da existência de economias de escala. Isso força as instituições financeiras a se lançarem em ondas de fusões e aquisições. Tais processos podem colaborar para aumentar a concentração dos mercados e eliminar barreiras à concorrência entre serviços e produtos da mesma natureza, mas ofertados por entes diferentes (seguros, serviços de bancos, ativos securitizados).

A velocidade das mudanças comportamentais nas variáveis mencionadas acima ocorre em períodos relativamente curtos, o que traz como principal consequência a percepção de que uma regulação estática e unimodal pode ser ineficiente, principalmente, numa situação em que prevalece a tendência à integração de mercados. Mudanças bruscas nas tecnologias, choques externos não-esperados podem tornar rapidamente defasadas ou incompletas as disposições regulatórias existentes, assim como os instrumentos de identificação e punição de fraudes. A defasagem entre os objetivos da regulação e os instrumentos disponíveis para sua execução contribui para a perda de bem-estar da sociedade, com efeitos negativos sobre a alocação da poupança e a execução dos projetos de investimentos.

**Por fim, os mercados integrados e convergentes tendem a apresentar elevada intensidade na conexão entre produtos e serviços e maior complementaridade na distribuição.** A eficiência do mercado global pode ser afetada pela postura da regulação, pois

o acesso a novas tecnologias e a mobilidade de capital entre países têm levado à migração de produtos e serviços financeiros para ambientes dotados de melhor qualidade regulatória.

Desequilíbrios ou inconsistência regulatória podem colaborar para o esvaziamento de mercados e o desenvolvimento de falhas regulatórias pode levar a existência de mercados incompletos. Isso ocorre especialmente em ambientes, onde existe uma alta probabilidade da oferta de produtos ou serviços, ocorrer com elevado risco sistêmico, o que é explicado, em razão da oferta ocorrer com produtos com características híbridas e de ao mesmo tempo acontecer a sua disponibilização por um mesmo ofertante em diversos mercados, com regulações diferenciadas e critérios de supervisão e fiscalização não-homogêneos.

Em termos práticos, podemos o que esta teoria prediz, é que quanto mais rapidamente ocorrer a integração e o desenvolvimento dos sistemas financeiro, de mercado de capitais e de seguros e de previdência privada de um país, maior será a velocidade de convergência entre o modelo estático tradicional de regulação e o modelo dinâmico integrado.

A globalização impõe a desregulamentação de mercados, o fim da padronização de serviços e da segmentação de produtos, com a quebra de barreiras entre modalidades de serviços e de mercados específicos. A nova realidade criada pela mobilidade do capital obriga a que o sistema financeiro de países emergentes seja dotado de instrumentos regulatórios ágeis nos quais as leis e os dispositivos normativos da regulação sejam suficientemente genéricos e dotados de alta flexibilidade, embora a abrangência do processo regulatório não possa ser sacrificada.

A regulação deve ser feita por meios e instrumentos legais que possibilitem ao regulador uma visão integral dos mercados e dos produtos financeiros sob sua competência.

A combinação de instrumentos de defesa dos direitos dos consumidores de serviços financeiros com a proteção a consumidores – incluindo a defesa da concorrência e a observação dos requisitos de prudência na oferta de tais serviços – dentro de uma mesma agência de

regulação é uma necessidade imposta pela nova dinâmica de integração de mercados financeiro, de capitais, de seguros e de previdência privada, mas a sua execução depende da disponibilização de instrumentos legais compatíveis com as novas funções da regulação.

O que a teoria nos indica é que, na passagem de uma situação para outra, há a necessidade da elaboração de amplo processo de adaptação, com a revisão de conceitos e de posturas, quebra de paradigmas e preconceitos estabelecidos, inclusive a possibilidade de minimização das ações que estimulem a captura do regulador pelos interesses dos entes regulados.

## **19 – O Processo de Organização de um Arcabouço Regulatório para uma Agência Reguladora Única**

A construção de um arcabouço normativo, que seja consistente com o referencial teórico compatível com agência regulatória única tem como pré-requisito a percepção do objetivo (núcleo) da atividade regulatória, em especial, a necessidade redefinição das atribuições e funções de fiscalização, supervisão e regulação dos atuais mercados. Esse desenho do arranjo institucional começa pela garantia da independência do órgão regulador, que a literatura entende como sendo a dotação de institutos e instrumentos legais que proporcionem à agência de regulação condições para a plena autonomia operacional. A autonomia operacional, por sua vez, deve ser exercida como uma forma de assegurar eficiência na execução dos objetivos da regulação. A base desse processo é a fixação de mandatos para os dirigentes do órgão.

A delegação de competências pelo Estado à agência de regulação diz respeito às funções de:

jjj) Defesa da integridade informacional do mercado;

kkk) Garantia de busca e condições propícias à eficiência do mercado;

lll) Minimização dos desvios à livre concorrência e das situações potenciais de elevado risco sistêmico e

mmm) Adequada motivação para o comportamento dos gestores de instituições financeiras e dos fundos de investimento e previdência, no que diz respeito à execução das regras de prudência, solvência e adequação de capital.

O segundo ponto necessário à organização do arcabouço normativo de uma agência de regulação compatível com o novo ambiente financeiro está relacionado com os seguintes tópicos:

nnn) Definição das responsabilidades no contrato de gestão a ser firmado entre os dirigentes da agência de regulação e o próprio Estado (regras de *accountability*);

ooo) Avaliação dos custos e benefícios esperados pela sociedade na provisão da regulação;

ppp) Formulação e o estabelecimento do modelo de responsabilidade sobre a análise concorrência, inclusive com a fixação de parâmetros para a avaliação das condições de competição e contestabilidade dos mercados regulados;

qqq) Análise dos custos diretos e indiretos (*compliance*) originados da regulação e que incidem sobre os entes regulados e o mercado;

rrr) Formulação de política para a regulação de inovações financeiras;

sss) Os mecanismos de salvaguarda contra as ações de captura;

ttt) o monitoramento do sistema, de forma a garantir que os incentivos sejam adequados com a compatibilização entre as metas de concorrência e as

regras de valorização do valor de mercado das instituições (*franchise value*)  
e

uuu) A definição e a formulação do modelo de delegação e co-responsabilidade entre as instituições ou sociedades (SRO – *Self Regulation Organization*) e a agência de regulação, além da avaliação dos benefícios envolvidos na transformação do sistema de regulação multidepartamental em um modelo de supervisão e fiscalização orientado para a visão sistêmica da agência de regulação única (ARU).

O processo de escolha entre um modelo de regulação por múltiplas agências e o de uma agência de regulação única (*single supervisory agency*), como nos mostra Claessens e Kingebiel (1999), é uma tarefa complexa. A experiência internacional apresenta nove casos de países que optaram pela concentração das funções de regulação em um único agente. Na prática, a mudança de foco da regulação tem revelado uma alteração profunda na qualidade da gestão do novo órgão regulador. Os países que adotaram o novo regime são: **Áustria, Reino Unido, Dinamarca, Suécia, Noruega, Malta, Coreia do Sul, Japão e a Austrália**. Recentemente, vários países têm demonstrado interesse nessa experiência (Goodhart, 2000) e a própria OCDE vem estudando o tema.

A avaliação técnica subjacente ao processo de escolha do modelo indica que o estabelecimento da ARU é uma resposta do legislador e dos governos a preocupação com a defesa da integridade dos sistemas financeiros, as condições de competitividade do mercado de capitais, a sustentabilidade do mercado de seguros em geral e com a eficiência da gestão, alocação e administração do sistema de previdência privada. A escolha pela implantação de modelo de regulação em torno da ARU apresenta diversas vantagens e algumas desvantagens, como podemos apreciar:

## **Os Argumentos em Favor da ARU:**

- 70) A eliminação de todos os tipos de barreiras e restrições à livre oferta de serviços e produtos financeiros e a implantação de amplo programa de desregulamentação.
- 71) O sistema financeiro integrado permite a exploração de todo o potencial de sinergia existente entre as atividades e os mercados de capitais, de seguros e de previdência, os fundos de investimentos e os instrumentos financeiros.
- 72) A integração da regulação do sistema financeiro diminui os custos de intermediação, distribuição e comercialização de serviços financeiros.
- 73) A integração da regulação do sistema financeiro possibilita a ampliação dos ganhos de escala e a maximização das sinergias dentro do sistema, aumentando o escopo dos serviços financeiros, o que acarreta a oferta de serviços e produtos com ganhos sobre os juros e custos de intermediação “*spreads*” menores.
- 74) A regulação, pela ótica da integração, permite ao regulador o melhor monitoramento dos serviços ofertados aos consumidores de serviços financeiros, possibilitando o estabelecimento de um sistema de fiscalização e proteção aos investidores, compradores de seguro e aplicadores em fundos de investimento e previdência, capaz de proporcionar uma avaliação mais completa dos riscos envolvidos e o estabelecimento de um sistema de punições contra fraude mais eficaz.
- 75) A regulação, pela ótica da integração, permite ao regulador o monitoramento dos riscos do sistema de forma mais consistente e integrada.
- 76) A regulação, pela ótica da integração, permite ao regulador o exercício da fiscalização de mercados inteiros, em substituição à supervisão matricial e celular, o que resulta na

minimização da probabilidade da ocorrência de operações e da oferta de produtos pelos entes regulados que colaborem para aumentar o risco sistêmico do mercado.

77) O estabelecimento da ARU contribui, de forma definitiva, para a criação de arranjo institucional voltado para a defesa do agente individual. O consumidor de serviços ou o investidor minoritário constituem a base indispensável ao fortalecimento dos mercados, pois esses agentes formam o núcleo do sistema de valorização e defesa dos direitos do *investidor*, condição necessária para a locação eficiente da poupança.

78) O estabelecimento da ARU contribui para o desenvolvimento de um sistema de regulação mais compromissado com os objetivos legais e permite melhor monitoramento da eficiência do órgão regulador pela sociedade, devido à transparência imposta pelo instituto da independência, associada à autonomia operacional e às regras de “*accountability*” (prestação de contas da autonomia recebida por delegação de competência do Estado).

79) Os efeitos nocivos da captura da agência de regulação são minimizados, ou seja, o uso, por terceiros, do órgão de regulação para o alcance de objetivos e benefícios alheios aos interesses da regulação. Uma agência de regulação em operação em um ambiente de integração exige o constante aperfeiçoamento das regras e a constituição de um quadro de profissionais e técnicos responsáveis pela fiscalização e supervisão altamente qualificados e constantemente treinados.

## **Os Argumentos Contra o Estabelecimento de uma ARU**

80) O nível da supervisão, a qualidade da fiscalização e a eficácia da regulação podem ficar comprometidos se os objetivos e a definição das diferentes propostas não forem estabelecidos com regras claras e precisas. A multiplicidade de objetivos pode desfigurar as funções de regulação, como, por exemplo, (a) a aparente inconsistência entre a) a busca de defesa da eficiência de mercados e a integridade informacional, b) a defesa dos direitos dos

consumidores e a os critérios para a garantia de concorrência, c) a garantia de adequação de capital das entidades reguladas e a formulação de critérios de solvência, d) a abertura de mercados e o grau de competitividade dos entes locais e e) a segurança no cumprimento das regras e a solidez do sistema.

- 81) Um sistema da regulação com múltiplos objetivos pode criar dilemas regulatórios entre os objetivos e os métodos de fiscalização.
- 82) A agência pode desenvolver posturas preferenciais por segmentos ou setores do mercado e tais escolhas podem ser materializadas em critérios subjetivos e não-transparentes.
- 83) O aumento da eficiência regulatória e os ganhos de escala da fiscalização integrada podem ser superdimensionados na criação da agência, o que pode colaborar para o estabelecimento de um quadro de desconfiança entre os entes regulados quanto à verdadeira contribuição e os reais benefícios da agência.
- 84) Se a escolha da diretoria que compõem a agência não seguir critérios de natureza técnica e não obedecer aos requisitos de competência, a credibilidade da agência pode ser seriamente abalada, desvirtuando as funções e os objetivos primeiros da formulação da regulação – a maximização do bem-estar.
- 85) A ausência de competição, em decorrência do monopólio da atividade de regulação pela agência, pode criar desvios nos objetivos de regulação da agência e desestimular a necessidade de constante busca de eficiência que uma agência de regulação com essas funções deve ter.

A escolha do modelo e a definição da melhor estrutura de regulação para um país, por sua complexidade, devem ser feitas pelo governo após profunda reflexão sobre o significado e

a importância que a sociedade atribui às funções do sistema financeiro no processo de desenvolvimento econômico. A opção final por um projeto de reestruturação da regulação dos mercados financeiros compete, essencialmente, aos formuladores do governo e aos legisladores e deve levar em conta, como vimos explicando, duas situações de mercado e dois modelos totalmente opostos de supervisão e fiscalização (segmentação versus integração).

O processo de escolha entre modelos está fundamentalmente relacionado com a qualidade desejada para o ambiente regulatório que, por sua vez, está associado ao grau de inserção do país em um ambiente de maior inserção financeira internacional, aliado à manutenção, fortalecimento e consolidação do sistema financeiro nacional, à qualidade do aparato regulatório, inclusive do sistema legal, que em última instância dá suporte aos direitos e estabelece as regras de proteção aos investidores e consumidores de serviços e produtos financeiros e, por último, ao grau de preocupação do governo com a competição e a concorrência entre mercados, produtos e serviços financeiros.

## **20 – A Construção de um Novo Modelo Regulatório para o Brasil.**

### ***20.1. Os Antecedentes Históricos.***

As estruturas regulatórias do sistema bancário<sup>i</sup> e dos mercados de capitais<sup>ii</sup>, de seguros e de previdência privada<sup>iii</sup> apresentam formatos e arranjos institucionais que variam de um país para outro. A existência de diferenças fundamentais entre modelos regulatórios é atribuída à presença de visões alternativas quanto a natureza da inserção do Estado, que condicionam o processo de construção, de definição do objeto e de fixação das regras de atuação e funções dos órgão(s) regulador(es)<sup>iv</sup>.

As principais diferenças entre as funções e atribuições dos agentes reguladores estão relacionadas com a opção feita pelo legislador quanto aos critérios formulados para a distribuição das atividades da regulação. Este processo envolve a delegação de competência e a formulação de objetivos, regras e do núcleo das preocupações da regulação aos entes (órgãos)

elegidos e implicam na seleção de modelos de fiscalização e supervisão. Algumas vezes pressupõem, também, a capacidade de normatizar sobre mercados inteiros ou segmentos isolados, cujos efeitos reais podem produzir resultados alocativos de renda ou estímulos a setores da atividade econômica ou a nichos da intermediação financeira.

O processo pode ocorrer por critérios de segmentação — com agências separadas — ou pela adoção de um modelo de convergência de objetivos — com o estabelecimento de um núcleo comum de interesses e competências centradas em uma agência única.

O segundo conjunto de atos que envolvem a estrutura legal de uma agência com as características acima elencadas, está associado com necessidade de uma explicitação clara da separação entre as funções de normatização (poder de editar normas) e as de fiscalização e supervisão. Essa nova propriedade da estrutura regulatória está relacionada com a distribuição das atividades da regulação, no plano político, e servem para materializar ações relacionadas com a implementação das formulações de políticas públicas para o setor alvo da regulação, que constituem as macropolíticas e diretivas do Estado. Em outras palavras formulação de políticas e implementação de ações devem ser totalmente separadas.

A escolha de um modelo em detrimento de outro — ou a opção entre as alternativas e combinações possíveis — apresenta vantagens e desvantagens. Entretanto, objetivamente, a opção entre as diferentes vertentes implica, na prática, a preferência revelada por uma forma de estimular atividades assim como por uma estrutura de mercado e não por outras.

Na moderna concepção liberal, a despeito da necessidade de minimização da intervenção estatal na economia, a atividade da regulação é imperativa para a estabilidade dos mercados e para o estabelecimento de condições ao pleno exercício dos instrumentos de segurança institucional que garantam padrões mínimos de segurança aos adquirentes de serviços financeiros. Mesmo no plano das atribuições do “estado-mínimo”, essas são funções indispensáveis ao equilíbrio das relações comerciais que envolvam confiança e fidúcia. Isso porque tais atividades são, normalmente, associadas com a gestão, administração e custódia de

patrimônio ou uso de serviços financeiros voltados para a formação de poupança financeira, atributos intimamente ligados com a atividade de prestação de serviços financeiros.

A intensidade da regulação sobre a atividade econômica pode ser mensurada nos atos praticados em conjunto pelo(s) regulador(es), relativos à permissão para o funcionamento, à concessão de privilégios para ações e ao exercício de funções e atividades no mercado, à negação de direitos, à afirmação de deveres e obrigações ou, ainda, ao estabelecimento de restrições ao exercício de atividades econômicas.

A força do aparato normativo e a eficiência do regulador, por sua vez, estão associadas com a abrangência da eficácia da regulação e com a sua capacidade de coibir práticas e desvios de conduta dos agentes em ações de mercado que, total ou parcialmente, que possam colaborar para o aparecimento de falhas ou desvios no adequado funcionamento das transações, atuações que podem ser expressas no conjunto das operações e nos atos econômicos dos agentes. A proliferação desses desvios de conduta ou imperfeições no curso da prestação de serviços financeiros pode, com o tempo e se não saneadas, contribuir para alterações no equilíbrio informacional entre os agentes e no próprio mercado.

A intervenção do órgão estatal será tão mais eficaz quanto maior for a valorização das atividades do regulador pela sociedade. Para tal, a atividade de regulação deve ser voltada para o alcance dos mesmos princípios de transparência e responsabilidade com a coisa pública que o gestor público deve obedecer quando investido de um mandato conquistado por sufrágio universal.

Na moderna visão da regulação de mercados, a fixação de regras é uma atribuição estabelecida em um contrato de prestação de serviços. Uma das cláusulas — e talvez a principal — é a assunção da responsabilidade e a concessão, pelo Estado, da autonomia operacional necessária à dotação do órgão regulador dos meios para o alcance das metas pactuadas. Como contrapartida, exigem-se a transparência nas ações praticadas pelo regulador para atingir as referidas metas.

As ações acima discriminadas constituem um conjunto de elementos indispensáveis para a apresentação das justificativas com vistas à concessão de flexibilidade operacional e de independência administrativa que, por delegação da sociedade, o órgão regulador deve ser investido.

Em princípio, não há um modelo comum de regulação que possa ser indicado como o mais apropriado para um país específico ou um padrão de estruturas regulatórias qualificável como dominante entre países<sup>v</sup>. O máximo que a literatura econômica conseguiu desenvolver, até agora foi o estabelecimento de modelos analíticos em que variáveis qualitativas foram construídas para tentar averiguar a superioridade de determinados arcabouços legais-regulatórios em termos relativos. A avaliação é construída a partir da assunção de hipóteses comportamentais que tentam estabelecer um critério comparativo de conteúdos regulatórios capaz de selecionar e estabelecer um padrão de eficiência para um modelo regulatório específico.

Nessa metodologia, o modelo norte-americano de regulação de mercados tem se revelado mais eficiente para a proteção de direitos de investidores. O similar alemão demonstrou ser mais apropriado para a defesa do sistema de crédito e o de tradição do direito romano, mais tarde, aperfeiçoado pelos franceses, o menos eficiente para a defesa e o exercício dos direitos dos investidores minoritários e consumidores de serviços financeiros em geral. E isto não só por atribuir, em termos relativos, mais direitos aos controladores de companhias mas também por ser o mais parcimonioso em termos de direitos dos credores. Não surpreende que seja grande a participação do Estado na atividade econômica da maioria dos países cujo sistema legal segue a orientação do direito romano.

A opção entre a segmentação e a consolidação de órgãos reguladores fica, portanto, vinculada à análise dos aspectos legais, econômicos e culturais de um dado país e a escolha por um determinado aparato regulatório está intimamente relacionada com a predominância de

formulações de políticas de governo, algumas destas, diretamente ligadas à inserção do Estado na atividade econômica.

Essa “intromissão” estatal pode ocorrer mediante a escolha do modelo de abertura dos setores financeiro, bancário, de mercado de capitais e das atividades de seguro e previdência, sendo que algumas dessas ações são vinculadas ou dependem da aceitação, pelo país, de normas de integração regional ou da adesão a blocos de comércio ou zonas de moeda. Estão, ainda, relacionadas com a opção por uma das variantes do modelo de regulação, com aspectos ligados à definição de princípios políticos fundamentais, nos quais encontramos a própria origem do pacto federativo, que define os critérios basilares para a delegação de competência e atribuição de funções entre os órgãos federativos.

Na formação do contrato original do Estado, encontram-se estabelecidos os princípios para a separação das atribuições e os limites jurisdicionais de cada órgão, da mesma forma que, no âmbito econômico, a inserção do Estado na esfera produtiva pode estar sendo delineada por marcos que estabeleçam, na prática, o raio de alcance da legislação estadual e federal sobre a regulação do sistema financeiro, em geral.

No caso brasileiro, as constituições federais sempre limitaram a competência única e exclusiva da regulamentação e fiscalização das atividades de crédito e do sistema financeiro à União. A legislação norte-americana, ao contrário, adota o princípio da competência compartilhada, atribuindo aos estados autoridade para a concessão, fiscalização e regulação das atividades bancárias e de seguros. Na União Européia, a unanimidade das legislações dos países membros CEE atribui ao governo central o monopólio da regulação nesses segmentos.

Esse aspecto é particularmente importante no atual momento, pois uma verdadeira revolução encontra-se em curso no mundo. A antiga postura isolacionista do legislador-normatizador de atividades e serviços financeiros e de mercados capitais e de seguros está sendo substituída por um modelo de regulação e fiscalização voltado para a integração entre mercados e países, realizada com eficiência, segurança e confiança. O núcleo temático da questão repousa

na constatação empírica de que mercados não-integrados e não-inseridos no processo de globalização financeira constituem opções de elevados custos para a sociedade, empresas e consumidores de serviços financeiros.

Mas se, no entanto, a inserção do sistema financeiro local no novo mercado global é inevitável, a execução deve ser responsável, coordenada e dotada de instrumentos de salvaguarda para o Estado e para a sociedade. Isso porque existe a probabilidade de ocorrência de cenários em que o aumento na volatilidade dos mercados internacionais pode contribuir para o desenvolvimento de assimetrias na distribuição do conteúdo informacional. Esse quadro colaboraria para o desenvolvimento de situações potencialmente danosas e prejudiciais ao equilíbrio de mercados e na prestação adequada de serviços aos consumidores de serviços financeiros.

A convergência funcional entre mercados implica, na *praxis*, a necessidade de adicionar uma preocupação a mais ao elenco de atribuições do Estado. Esse novo foco deriva da importância da eficiência regulatória para os mercados financeiro, bancário, de capitais, de seguros e de previdência privada no processo de desenvolvimento econômico. E consiste na percepção de que a visão e o modelo de regulação devam ser focados em mercados em processo de integração. Nesse caso, a construção da estrutura regulatória deve ser consistente com a realidade de mercados competitivo e, em determinadas situações, passíveis de contestabilidade por agentes externos.

A existência desse cenário institucional serve como um elemento indutor ao processo de absorção de todo o potencial das novas relações, contidas no processo de construção de mercados globalizados e integrados .

A regulação de sistemas financeiros, de capitais e de seguros é, de fato, uma das mais importantes atividades do novo Estado, pois a opção por uma determinada modelagem institucional em detrimento de outra pode ser a razão do retardo ou do avanço no crescimento econômico de um país por períodos longos de tempo.

É dentro desse contexto, e a partir desse cenário, que entendemos a necessidade de mudanças no atual aparato normativo brasileiro que rege a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de capitais, de seguros, e de previdência e gestão de fundos de investimentos.

A opção pelo atual modelo brasileiro de regulação, supervisão e normatização ocorreu em um período em que a realidade política do país tinha uma clara opção por um estilo de orientação econômica de natureza intervencionista e estatizante, com pouca ou quase nenhuma preocupação com a inserção internacional do país. As atividades de seguros e resseguros, além de fortemente reguladas, tinham por objetivo a constituição e a exploração de monopólios estatais, havendo um cuidado exagerado com as chamadas "questões estratégicas", relacionadas aos cânones do projeto nacional-desenvolvimentista, à qual somava-se um verdadeiro temor pelo capital estrangeiro e um receio injustificado diante da possibilidade de uso inadequado do poder econômico pelo setor privado.

A regulação do setor financeiro, nas décadas de 1960 e 1970, foi desenvolvida em um ambiente de forte suspeita quanto à existência e contribuição da eficiência dos mercados e à capacidade destes de proporcionar um efetivo bem-estar para a sociedade. O Estado se comportava como um verdadeiro "proprietário" do mercado.

Distorção semelhante encontra-se na legislação referente às entidades de previdência aberta e fechada. Na verdade, a autonomia destes órgãos, não só era relativa como, de fato, a eficiência na administração dos recursos e na própria gestão de suas reservas técnicas não era o objetivo principal da regulação, posto que todo período de constituição de reservas estava normalmente associado com etapas de acumulação. Um dos exemplos são os fundos previdenciários que, em sua grande maioria, estavam sendo constituídos por companhias controladas pelo governo.

Essas entidades, supostamente autônomas, tinham como característica adicional a sua constituição sob a forma de "planos de benefícios definidos" que, por formação, apresentam a particularidade de atribuir à instituição mantenedora a inteira responsabilidade por eventuais

deficiências técnicas e desequilíbrios atuarias. Esse fato é significativo na medida em que a responsabilidade total acabava recaindo sobre o próprio Tesouro Nacional que, na realidade, integralizava os desequilíbrios financeiros e atuarias — ou as deficiências na gestão — encontradas nos fundos de previdência fechados.

Outro ponto importante do processo está na própria caracterização desses fundos: por estarem em período de formação de reservas, apresentavam um fluxo de caixa favorável, em que saques ou saídas eram eventos raros ou com baixa probabilidade. A economia, na época da constituição desses fundos, encontrava-se em processo de crescimento e o endividamento público não apresentava indicadores preocupantes de solvência.

Não se pode negar que a legislação societária foi beneficiada com as reformas promovidas pela Leis nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas) e nº 6.385/76 (Lei do Mercado de Capitais e que criou a Comissão de Valores Mobiliários — CVM), que instituíram um novo e moderno aparato para o ambiente das relações societárias, com destaque especial para a criação de um órgão de regulação, supervisão e fiscalização exclusiva do mercado de capitais.

Contudo, apesar do elevado conteúdo de tais diplomas legais, em termos de inovações e direitos expressivos, principalmente, no item relacionado com a transparência e a presença de mecanismos de punição a deslizos de controladores ou de órgãos de distribuição, na prática, os resultados acabaram ficando aquém dos objetivos pretendidos. Pois a realidade econômica não correspondeu às expectativas, em função da presença forte do Estado na economia, aliada à ausência de autonomia operacional do regulador. Atributos que, adicionados às fragilidades existentes no ambiente econômico, contribuíram para a construção de um quadro em que o mercado de capitais brasileiro foi sendo fragilizado, com pouca ou quase nenhuma expressão em termos financeiros. Em consequência, o mercado de capitais viu, também, diminuídos o seu papel e importância na formação da poupança financeira, sem qualquer contribuição decisiva para a alteração na formação da estrutura de capital das companhias.

Os períodos de maior impacto positivo desse mercado estão relacionados com fases de estímulos a emissões de ações ou títulos, cujos motivos vão da apropriação de benefícios de natureza fiscal<sup>vi</sup>, à existência de distorções na formação dos preços de ativos financeiros, originados de períodos onde existiam desequilíbrios na formação das expectativas ou, ainda, do desenvolvimento de ambientes propícios à proliferação de bolhas especulativas<sup>vii</sup>.

A demanda cativa por ações, alternada por componentes de ilusão monetária, forneceu o oxigênio necessário às transações no mercado de capitais durante longo período de tempo. Esse quadro perdurou até à edição da Resolução nº 1.832/91, do Conselho Monetário Nacional, que autorizou e liberou o acesso dos investidores estrangeiros qualificados ao exercício de operações nas bolsas locais.

Tal processo liberalizante foi complementado e fortalecido com a edição da Resolução nº 1.935/92, também do Conselho Monetário Nacional, que autorizou a listagem de companhias brasileiras em bolsas estrangeiras, por meio de certificados representativos das ações (ADRs ou DRs). Tal norma possibilitou às companhias brasileiras o acesso aos mercados financeiros internacionais e a captação de recursos a um custo menor e em volumes e prazos maiores.

A essa situação de mercados sub-regulados e de regulação deficiente exercida por órgãos pouco aparelhados e, algumas vezes, dotados de baixos recursos técnicos e orçamento ínfimo, somava-se uma outra realidade: o processo inflacionário em que a prestação de serviços financeiros se voltava para a construção de inovações direcionadas para a captura de "imposto inflacionário". Os bancos tornaram-se agências arrecadadoras de rendas originadas de um ambiente de ilusão monetária, quadro que apresentava um componente a mais de complicação pela associação de elevado dirigismo estatal com a existência de fragilidades no sistema de proteção aos investidores e consumidores.

A situação acima apresentada mudou bastante desde o início da década de 90, com o programa de abertura ao exterior, e se intensificou em meados da década de 90 com a

estabilização monetária e a privatização de estatais. Estes fatores mudaram a própria natureza da intervenção estatal que passou a ser investida de uma dupla função: de garantidora da integridade dos mercados e de reguladora com responsabilidade preferencial pela defesa dos direitos dos consumidores e investidores. Porém, para que a eficiência dos programas de modernização da economia seja ampliada, é necessário implementar a reforma nos mercados financeiros, que devem ser estimulados a se tornarem mais competitivos e eficientes. Desde a queda drástica da inflação, o sistema bancário nacional desenvolveu a necessidade de compatibilização entre a competitividade operacional e a perseguição de estratégias de ações voltadas para segurança na gestão de instituições e a busca de rentabilidade no fornecimento de serviços. Neste caso, tem sido fundamental a política de adequação do capital ao perfil da distribuição dos riscos assumidos pelas instituições financeiras. Essa metodologia tem obrigado os entes do sistema à adoção de posturas mais consistentes na administração e gestão dos riscos operacionais envolvidos nas posições ativas e passivas. Para tanto, têm sido necessários investimentos em tecnologias de avaliação e monitoramento de situações de risco. No plano operacional, destacam-se a construção de canais mais eficientes para a distribuição e a formulação, com maior grau de prudência, de políticas de concessão de crédito junto com uma postura de avaliação e administração de risco de forma sistêmica.

A mudança de regime imposta pelo novo cenário de inflação estabilizada, associada a uma maior competição, provocou igual impacto sobre o setor de seguros nacional, onde as companhias, por força das mudanças estruturais na economia, foram obrigadas à adoção de mecanismos de distribuição, comercialização de serviços e produtos compatíveis com mercados integrados e desregulamentados. Esse processo culmina com a necessidade do fim do monopólio do resseguro.

O que falta, então, ao Brasil para que seja alcançada uma alocação mais eficiente da poupança, em conjunto com um aumento no acesso de poupadores e tomadores de crédito à novas fontes de financiamento e à exploração integral das oportunidades dos negócios disponíveis na economia ?

A resposta à questão é complexa. No entanto, como exposto na capítulo três deste trabalho, o processo de crescimento econômico está relacionado com a qualidade do capital humano, com a apropriação de ganhos tecnológicos, com a utilização das fontes de financiamento e com a eficiência da intermediação financeira<sup>viii</sup>. Ou seja, o desenvolvimento econômico, para ser sustentável, deve se dar em um ambiente favorável à expansão dos mercados, com ênfase no equilíbrio e na responsabilidade fiscal que, em conjunto com o sistema financeiro, os mercados de capitais e de seguros e a formação dos planos de previdência privada, estabeleçam as condições estruturais para o processo de seleção de projetos econômicos mais rentáveis e a plena utilização das oportunidades disponíveis na economia.

Esses elementos constituem a base para a formação de uma estrutura a termo completa para as taxas de juros (em termos de prazos e liquidez) e para a compatibilização entre a maturidade exigida pelos projetos das companhias e os prazos das aplicações disponíveis para os aplicadores.

A eficácia na alocação da poupança, por sua vez, depende da presença da eficiência informacional nos mercados, de onde advém a relevância da intervenção estatal para a regulação dos mercados financeiro, de valores mobiliários, seguros e previdência. Da interseção entre ofertantes e demandantes de fluxos financeiros é que são criadas as condições para o pleno desenvolvimento dos projetos das empresas e a maximização da diversificação dos riscos dos aplicadores, como prescrito na teoria de finanças. Essas formulações estão sendo corroboradas, na prática, pela experiência recente de países emergentes que desenvolveram estruturas regulatórias voltadas para a proteção de mercados e a defesa de investidores e consumidores de serviços financeiros.

## **20.2. *Um novo modelo regulatório e a influência sobre a competitividade no Brasil.***

A maior inserção internacional do Brasil e a minimização da participação do Estado no âmbito da produção e da intermediação financeira produziram uma mutação no ambiente competitivo do país e obrigou as empresas nacionais a uma maior exposição internacional. Elas requerem, pois, fontes de financiamento a taxas de juros menores e prazos maiores em consonância com o que ocorre fora do país. O mercado de capitais internacional tem correspondido, em parte, a essas necessidades.

Contudo, o país ainda apresenta uma taxa de investimento, como proporção do PIB, inferior àquela que seria necessária para uma trajetória de inversões que seja compatível com o fortalecimento dos mecanismos internos de oferta de fundos e recursos, e as demandas das companhias, condição necessária para a manutenção do processo de crescimento econômico.

A forma mais eficiente para um país alcançar o desenvolvimento sustentável é a plena utilização do sistema financeiro e do mercado de capitais. Por conseguinte, a definição de mercado de capitais eficiente, no sentido amplo, consiste na dotação de um conjunto de instrumentos que estabeleçam as bases para a maximização da eficiência na alocação da poupança e a perfeita seleção das oportunidades de investimentos. Esses elementos passam a ser determinantes para a manutenção da trajetória do crescimento da economia brasileira.

### **20.3. *A Dinâmica das Ações***

Em publicação do Setor de Estratégias Financeiras e Políticas de Desenvolvimento do Banco Mundial<sup>lx</sup>, esta instituição alerta para a necessidade de o Brasil implementar uma agenda de reformas institucionais, como forma para alcançar um maior nível de eficiência na intermediação financeira. O estímulo nas reformas, na opinião do autor, proporcionaria mudanças qualitativas na percepção de risco dos investidores nacionais e estrangeiros, com impactos definitivos sobre o fluxo de investimentos.

De acordo com o trabalho, as principais mudanças necessárias seriam voltadas para assegurar:

- 86) condições para uma maior eficiência na implementação de normas judiciais <sup>x</sup>e regulatórias e um sistema, melhor e mais ágil, de defesa de direitos e *enforcement* dos contratos;
- 87) a construção de um sistema regulatório e judicial capaz de assegurar o exercício, de forma eficaz, de direitos e a plena responsabilidade sobre obrigações assumidas em operações de crédito, emissões de valores mobiliários e serviços financeiros, com ou sem garantia;
- 88) que o novo sistema regulatório deve ser capaz de proporcionar um claro e adequado sistema de divulgação de informações de natureza contábil e societária, apto a prover qualidade informacional no ambiente de crédito e nas operações de valores mobiliários;
- 89) que o sistema de abertura de informações do novo ambiente regulatório deva estabelecer e desenvolver condições para que o exercício da troca de conteúdo informacional e a que a fiscalização das atividades ocorram em um ambiente integrado, com destaque para a troca de informações entre as instituições financeiras envolvidas em operações de concessão de crédito.

O aumento da eficiência na intermediação é condição necessária para o aumento da escala dos mercados financeiros integrados. A forma de fazê-lo é por meio da construção e do estabelecimento de um conjunto de medidas de natureza institucional que promovam estímulos à integração funcional de participantes do sistema, associados a uma forte e clara opção pela defesa das garantias e pela confiança adquirida, fruto do fiel cumprimento das obrigações contraídas com investidores e consumidores de serviços financeiros, especialmente os contratos de serviços que envolvam relações de fidúcia e que apresentam custos de saída elevados ou a aquisição de dispendiosos sistemas de monitoramento de risco por parte de agentes individuais. O novo ambiente regulatório deve voltar-se para a defesa da integridade das relações contratuais e para a garantia de condições de simetria no conteúdo informacional entre os participantes do mercado.

Os pontos visivelmente mais problemáticos para a formulação de um novo ambiente são: 1) a definição dos objetivos de regulação, 2) a construção de instrumentos e 3) a definição de um arcabouço regulatório, que forneça ao regulador os meios necessários para que este alcance os fins delegados pelo Estado para a regulação.

O Brasil, a despeito do grande sucesso que obteve na formação de um sistema financeiro moderno, ainda não conseguiu desenvolver um modelo de mercado de serviços financeiros integrados. As distorções têm colaborado para inibir a eficiência do setor de seguros, pela dificuldade desse ramo de atividade em operar com serviços e produtos mais sofisticados, em operações que envolvem o uso de derivativos e opções flexíveis. O mesmo ocorre com a previdência privada aberta no Brasil, ainda relativamente pouco desenvolvida quando comparada com países de renda *per capita* semelhante.

A deficiência do mercado de capitais produz uma perda alocativa, na medida em que investidores poderiam estar aplicando seus recursos em projetos mais rentáveis e/ou com menores riscos. As companhias, por sua vez, teriam acesso a captações de recursos a taxas menores, seja pela emissão de títulos ou por colocação de ações. Por fim, os consumidores de serviços financeiros teriam a disponibilidade de serviços mais completos e estruturas regulatórias mais adequadas com as exigências crescentes de uma regulação voltada para mercados integrados e convergentes.

O mercado acionário é pequeno para o tamanho da economia brasileira e de seu setor privado. O valor médio do mercado, como parcela do PIB, no período 1997-2000, período áureo em termos de investimentos, era de 27,3%, comparado com 31,3% no México, 186% na Coreia do Sul, 166,9% nos Estados Unidos e 181,8% no Reino Unido. No mesmo período, o valor negociado médio como percentual do PIB foi de 18,5%, contra 169,1% nos EUA e 84,0% no Reino Unido.

No atual momento, temos uma crescente diminuição na participação de investidores individuais (pessoas físicas) em bolsas de valores, que passaram de uma média de 14% do

universo relevante, em 1980, para menos de 8%, em 2002, com uma progressiva concentração do mercado em alguns papéis e contínua perda de liquidez, além de elevada concentração. No entanto, o aumento das negociações no mercado americano, via ADR — a despeito do não-esvaziamento da bolsa local, como em outros países —, tem sido responsável por uma diminuição no volume de novas emissões e contribuído para o fechamento de capital ou a diminuição na liquidez das ações de algumas companhias.

A abertura do mercado teve um forte impulso na valorização das empresas locais, mas não criou um mercado para novas empresas. A privatização poderia ter sido um instrumento de alavancagem do mercado de capitais, por meio da ampliação do universo de acionistas. Todavia, não seguiu esse caminho, optando por um modelo de venda de blocos de controle, modelo que tem algumas vantagens, mas que apresenta, como principal desvantagem, a não-diluição da propriedade, sem aumento da base acionária.

Em parte, tal fenômeno decorre das características institucionais brasileiras, que podem ser assim resumidas: forte concentração do controle societário em grupos, pouca transparência na contabilidade empresarial, deficiência nos instrumentos fiscalizatórios do órgão regulador e ausência de uma política de desenvolvimento para o mercado de capitais.

De forma sumária, podemos descrever as principais características do atual mercado de capitais brasileiro como sendo:

- **excessiva concentração em poucas ações, (seis papéis detêm cerca de 85% da negociação em bolsas);**
- **baixa liquidez nas demais ações;**
- **diminuição no mercado primário de debêntures e ações;**
- **esvaziamento nos direitos dos minoritários;**
- **pouca tradição cultural no mercado de valores mobiliários;**

- **elevado custo de intermediação para as pessoas físicas e para o processo de abertura de capital para empresas;**
- **perda de competitividade das bolsas brasileiras para os sistemas de negociação norte-americanos; e**
- **enfraquecimento do sistema de intermediação de valores mobiliários.**

O mesmo se verificaria em relação ao mercado de seguros e de previdência privada aberta. Países com igual perfil de renda *per capita* e semelhante estágio de desenvolvimento, apresentam indicadores de performance superiores aos encontrados no Brasil<sup>xi</sup>, onde as principais deficiências podem ser relacionadas com a presença das seguintes características :

- **elevada concentração na distribuição de serviços e produtos de seguros;**
- **existência de memória por conta das distorções do antigo ambiente, associadas com uma cultura inflacionária;**
- **sistema de distribuição e comercialização deficiente;**
- **pouca diversidade na oferta de produtos e serviços;**
- **desconfiança do consumidor em alguns serviços, por conta do processo inflacionário;**
- **instabilidade na definição do modelo de tributação;**
- **excessiva regulação e limitações à comercialização e oferta de serviços; e**
- **presença do monopólio no resseguro.**

A construção de um sistema financeiro integrado, eficiente e com objetivos consistentes com as necessidades nacionais é uma das tarefas mais importantes do Estado brasileiro, pois mudanças tecnológicas, remoção de barreiras comerciais e desregulação dos

mercados financeiros, quando associados com a revolução da informática, contribuem para criar um novo mercado financeiro global, em que uma das características mais marcantes é, justamente, a do aumento do comércio internacional de serviços financeiros.

Ao longo dos últimos 15 anos, o fluxo de serviços financeiros tem crescido constantemente, passando de 8% do total do comércio mundial em 1985, para 28% em 2001. A comercialização de ativos financeiros, a venda de serviços bancários, seguros, resseguro e serviços de intermediação de fusões e aquisições já se constituiu, de fato, em "bens" transacionáveis entre países.

Nenhum sistema financeiro de um país razoavelmente integrado na comunidade internacional pode funcionar de forma adequada sem que a estrutura regulatória dominante nos mercados de valores mobiliários, seguros e previdência privada, esteja em sintonia com a nova realidade mundial. Em síntese, a eficiência do sistema financeiro<sup>xii</sup>, do mercado de capitais, do segmento de seguros e da atividade de previdência privada de um país é fundamental para a determinação das condições de crescimento econômico interno, mas, em decorrência do novo cenário de integração econômica, representam, também, fortes indicadores de competitividade da economia. E a eficiência em mercados financeiros integrados está associada com a presença dos seguintes elementos <sup>xiii</sup>:

### **Elementos Genéricos.**

90) presença de regulador(es) independente(s) e comprometido(s) com a defesa da integridade dos mercados e o equilíbrio informacional;

91) ambiente legal favorável aos mercados;

92) abertura financeira para os mercados externos;

93) plena mobilidade de capital;

- 94) ausência de mecanismos de discriminação entre locais e estrangeiros;
- 95) regulação eficaz e estímulo à auto-regulação com co-responsabilidade;
- 96) custos baixos de intermediação;
- 97) agilidade nos procedimentos e julgamentos administrativos;
- 98) defesa dos direitos e garantia nas obrigações pactuadas;
- 99) respeito aos contratos;
- 100) defesa dos direitos dos investidores; e
- 101) ambiente fiscal neutro.

### **Elementos Específicos.**

- 102) O modelo de regulação deve assegurar defesa e agilidade na resposta do órgão regulador a deslizos de ofertantes de serviços financeiros, quando a origem da distorção envolver a contraprestação de serviços, onde as contrapartes, são consumidores financeiros .
- 103) A regulação do sistema deve ser voltada para uma visão integrada, sincronizada com o ambiente regulatório mundial e não pode nem deve ser um instrumento de imposição de custos desnecessários, ou cunhas à livre mobilidade do capital;
- 104) A regulação deve ser direcionada para a compatibilização dos interesses do mercado e os objetivos de política econômica do país;

- 105) Mercados sub-regulados ou regulados de forma inapropriada tendem a enfraquecer o sistema de distribuição e geram ambientes desfavoráveis e pouco confiáveis aos investimentos de longo prazo;
- 106) A regulação deve evitar a presença de conflito de natureza jurisdicional ou a indeterminação de competências;
- 107) O ambiente de estabilidade macroeconômica é essencial e um verdadeiro pré-requisito para o desenvolvimento das condições favoráveis no estabelecimento da ligação entre o mercado doméstico e o exterior;
- 108) O desenvolvimento de sistemas financeiros integrados e competitivos exigem ambiente institucional favorável e compatível com os objetivos formulados;
- 109) O(s) órgão(s) de regulação deve(m) ter atribuições bem definidas e objetivos não-conflitantes.

A título de melhor entendimento das principais diferenças entre as duas situações, envolvendo o antigo ambiente e a nova situação do mercado financeiro, apresentamos um quadro comparativo com as diferenças de enfoque e resultado.

TABELA 10. COMPARAÇÃO ENTRE MERCADOS

| Mercado Tradicional<br>Regulação por Segmentos                                      | Mercados Integrados e<br>Convergentes                    | Novo Mercado Globalizado                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| Regulação por Produtos –<br>Mercado                                                 | Regulação para o Mercado                                 | Regulação voltada para padrões<br>( <i>benchmark</i> )                                  |
| Ênfase no ramo, na atividade<br>e no segmento -                                     | Forte processo de<br>desregulamentação                   | Ambiente comprometido com uma<br>regulação direcionada para a<br>eficiência de mercados |
| Separação de atividades por<br>ofertantes – Seguros, Fundos,<br>Valores Mobiliários | Ênfase no Mercado e na Integração<br>de Serviços         | Ênfase no equilíbrio Informacional                                                      |
| Visão do Regulador –<br>Segmentada                                                  | Identificação da natureza<br>contratualista das relações | Defesa da Integridade e Qualidade<br>nas Relações Contratuais                           |
| Baixa Interação entre os<br>Órgãos Reguladores                                      | Exigência de forte Interação da<br>supervisão do mercado | Mercados e Regulação com<br>elevada Integração e Convergência<br>.                      |
| Ênfase em atividades e Defesa<br>de Posições de<br>Mercado                          | Necessidade de coordenação entre<br>processos e meios    | Busca da maximização do bem-<br>estar pela sociedade                                    |
| Pouca Interação com o<br>Mundo Exterior                                             | Elevada Interação com o<br>Mundo Exterior                | Total integração com o Mercado<br>Internacional                                         |

#### 20.4. *Fundamentos para a construção do novo arcabouço regulador.*

Apesar dos avanços verificados na década de 90, o Brasil ainda não apresenta elementos para o desenvolvimento de um sistema financeiro que seja capaz de proporcionar condições para a plena utilização da poupança nacional. A explicação para a presença de distorções comportamentais encontra-se nos embaraços ainda existentes na legislação brasileira, quanto ao pleno exercício dos direitos e das obrigações contidas nos contratos de serviços financeiros. Em especial, a necessidade de um aparato normativo que estabeleça uma forte e preferencial defesa do equilíbrio informacional e a garantia das condições pactuadas no contrato entre investidores, consumidores de serviços financeiros, de seguros e de planos de previdência privada, e os ofertantes de serviços. Ou seja, das relações entre instituições financeiras e companhias, ou nas ações dos controladores das companhias e os direitos dos acionistas minoritários ou, ainda, das práticas de gestão e administração de recursos e a qualidade nos serviços ofertados aos consumidores de serviços financeiros.

O amplo processo de desregulação, que se torna necessário para a integração entre os mercados doméstico e global, exige uma postura do regulador consistente com os objetivos de longo prazo, com a proteção e defesa da integridade do mercado local, além do estabelecimento dos mecanismos de segurança indispensáveis para que a transição internalize o máximo de vantagens e minimize a possibilidade de situações potencialmente danosas aos consumidores locais. A integração de mercados financeiros, mercados de capitais, de seguros e previdência privada exige a atuação e a presença de reguladores dotados de instrumentos eficazes de supervisão, fiscalização e monitoramento da nova realidade operacional e funcional do mercado.

A criação da agência única de fiscalização, supervisão e regulação para o sistema financeiro, deve ter origem na recepção das antigas funções da regulação do mercado de capitais, seguros, previdência privada e gestão de fundos de renda fixa, que por sua natureza, deve ser um instrumento de dotação do país de instrumentos regulatórios e de um arcabouço legal capaz de proporcionar à atividade de regulação os elementos indispensáveis para a obtenção de agilidade operacional e rapidez na identificação dos ilícitos.

A agência deve ser uma entidade dotada de autonomia funcional, condição indispensável para o cumprimento das metas de fiscalização, coordenação sistêmica e avaliação dos riscos de mercado. Assim, se constituirá em um aparato institucional suficiente para a representação de direitos e a defesa do cumprimento nas obrigações pactuadas entre os agentes de mercado. A configuração e a possibilidade do exercício destes meios institucionais devem contribuir para a identificação das necessidades do mercado de forma integrada e não mais setorial. Por fim, a nova atividade deve ser ampliada por meio do estímulo a uma maior integração entre o novo regulador e os órgãos reguladores de outros países.

A criação de um ambiente regulatório no Brasil, eficiente, integrado às necessidades do mercado, identificado com os problemas e as necessidades de longo prazo, constitui um importante instrumento de competitividade do país, podendo caracterizar-se como uma

verdadeira inovação institucional capaz de proporcionar uma mudança significativa e estrutural na avaliação e percepção do risco dos investimentos. Seja por mudança na ótica dos nacionais ou por uma avaliação mais positiva dos investidores estrangeiros, em função da opção preferencial da nova estrutura regulatória por mercados eficientes, integrados, abertos e completos, onde a defesa dos agentes isolados — aqueles potencialmente fragilizados nas relações econômicas — torna-se uma obrigação do regulador. E isso aliado à exigência de um amplo programa de valorização e fortalecimento do mercado, mediante a divisão das responsabilidades entre o regulador e os agentes de mercado pela manutenção compartilhada dos objetivos de defesa do equilíbrio e a integridade do mercado.

Para que haja consistência na relação entre regulador e agentes da auto-regulação e geração de valor nas ações dos agentes de mercado, o ato e as ações da regulação devem ser orientados, preferencialmente, para o estabelecimento de mecanismos auxiliares visando a execução das funções selecionadas na formulação do objeto da regulação pela Agência. Os contratos de auto-regulação devem ser firmados entre a nova agência e as entidades de mercado representativas, objetivando a co-responsabilidade e a solidariedade pela eficiência na regulação. A existência de agentes responsáveis pela manutenção das condições de equilíbrio de mercado é uma exigência da nova realidade dos mercados, pois permite a divisão de tarefas entre regulador e regulados e torna a atividade de regulação mais ágil e menos onerosa. A distribuição — ou divisão — da responsabilidade contribui para o sucesso do modelo, por envolver todos os agentes e proporcionar uma perfeita sincronização entre os objetivos e os meios da regulação em longo prazo.

#### **20.5. *A experiência internacional e as lições para o Brasil .***

Para uma análise mais cuidadosa da experiência internacional<sup>xiv</sup>, teremos que desenvolver duas importantes considerações que devem ser observadas na formulação de políticas e na distribuição de funções e atividades relacionadas com a construção de modelos de normatização e regulação. A primeira, refere-se à necessidade de segregação entre as

atividades de normatização — que consiste no estabelecimento de institutos, regras e diretrizes comportamentais, ou até mesmo na formulação de macropolíticas — e as atividades de fiscalização, supervisão, regulação e monitoramento, execução de metas e ações operacionais, com o objetivo de preservação de condições de mercados.

A segunda, tem origem nas diversas experiências internacionais, reveladas em pesquisas direcionadas para a avaliação das condições propícias à geração de eficiência em arranjos regulatórios. Tais estudos evidenciam que as atividades de formulação de políticas devem ser separadas das de implementação, pois a existência de objetivos de desenvolvimento e políticas de estímulo a mercados podem revelar-se potencialmente divergente das formulações. Com isso, o conflito entre a perseguição dos objetivos de eficiência na fiscalização e o equilíbrio informacional dos mercados pode acabar revelando situações de desajuste regulatório ou a necessidade de exercer a escolha entre objetivos não-compatíveis com a opção preferencial por mercados eficientes. A existência de situações de inconsistência na formulação dos objetivos de modelos regulatórios explica porque a atividade de regulação, quando exercida por entes autônomos e independentes, deve ter, preferencialmente, as funções de formulação e implementação, exercidas de forma separada.

O modelo de agências reguladoras únicas para os mercados de valores mobiliários, derivativos, seguros, gestão de fundos de investimento e previdência privada não é uma invenção recente. A primeira experiência ocorreu na Noruega (1986) e, depois, na Dinamarca (1988), sendo seguida pela Suécia que, em 1991, criou, mediante fusão, uma agência reguladora unificada. A justificativa apontada pelos governos locais desses países ressalta a necessidade de uma ampla reforma no aparato regulatório local em resposta ao movimento internacional de capitais e ao processo de integração econômica em curso na Europa.

O primeiro país emergente a adotar o modelo foi a África do Sul em 1990, reafirmando a necessidade de busca de sinergias e complementaridade funcional nas atividades de regulação e fiscalização dos mercados de valores mobiliários, seguro e previdência privada, como a razão

para o novo ambiente regulador. Neste caso, a supervisão bancária permaneceu sobre a responsabilidade do Banco Central.

O México, em 1995, criou dois novos órgãos reguladores, sendo um responsável pela supervisão do mercado de valores e supervisão bancária e o outro unificando as atividades de seguros e previdência privada. No entanto, a experiência mexicana não deve ser considerada como um exemplo de mudança de marco regulatório, em decorrência de características institucionais exclusivas da legislação desse país, onde as funções de normatização, fiscalização e supervisão, são distribuídas entre diversos órgãos de forma compartilhada: 1) supervisão — agências, 2) normatização — Ministério da Fazenda e 3) fiscalização — Banco Central .

A Inglaterra adotou, em 1997, após três anos de debate, o modelo de agência única — a FSA, “*Financial Services Authority*” — com a divisão de responsabilidade pela formulação de políticas e a normatização entre o órgão e o Chanceler do Tesouro. No caso inglês, a nova agência incorporou as atividades e funções de nove instituições reguladoras, congregando as áreas de valores mobiliários, seguros, resseguro, previdência privada, supervisão bancária, fundos de investimentos, derivativos, instituições de poupança, normatização sobre as atividades de comercialização e negociação de seguros e órgão responsável pelo registro de investimentos.

A ênfase do objetivo do novo modelo foi a procura por eficiência, ganhos de sinergia, diminuição dos custos de supervisão, regulação voltada para a proteção e a defesa de investidores e para o aumento na confiança do sistema. Pretendeu-se, também, reduzir os mecanismos disponíveis para o desenvolvimento de operações envolvendo práticas ilícitas, tais com as relacionadas com lavagem de dinheiro e maior agilidade no julgamento de ilícitos e irregularidades administrativas. Para tanto foi criado um comitê independente voltado para o acompanhamento e a instrução dos inquéritos administrativos, com o estabelecimento de critérios para a tipificação das irregularidades e ênfase na eficiência e no encontro de soluções para ações contra o bom funcionamento de mercado.

O modelo inglês tem uma clara vocação para o estabelecimento de um marco regulatório voltado para a eficiência na identificação de situações de risco. Há, no modelo inglês, uma grande preocupação com a análise das circunstâncias envolvidas e do desenvolvimento de instrumentos de defesa ao equilíbrio de mercados. Do mesmo modo que a fiscalização detém uma forte preocupação com a eficiência e eficácia do novo modelo — em especial, a velocidade com que o regulador encontra respostas e detecta situações de potencial desequilíbrio ao funcionamento correto do mercado — esta deve ser sempre testada e comparada com a antiga situação regulatória.

O Japão, a Coréia do Sul, a Hungria e a Austrália aderiram, em 1998, ao modelo de regulação integrado. Sendo que, no caso australiano, a legislação optou pela separação das atividades em dois órgãos, um responsável pela supervisão, fiscalização das atividades bancárias, seguros e previdência privada, e outro voltado para as atividades de valores mobiliários, fundos de investimentos e derivativos, tendo sido criado um conselho superior encarregado de coordenar as atividades e a integração dos dois reguladores.

No ano de 1999, Luxemburgo, Malta e Finlândia adotaram o mesmo modelo de uma agência única.

A escolha entre modelos de agências de regulação com autonomia e objetivos integrados tem demonstrado uma relativa superioridade operacional, frente ao modelo anterior, sem independência, com conseqüentes ganhos significativos de eficiência para a fiscalização. A eficácia do modelo único é maior quando se compara a supervisão bancária exercida por bancos centrais autônomos, de um lado, e as atividades de regulação de seguros, valores mobiliários, derivativos e previdência privada, de outro. Entes reguladores, constituídos sob a forma de agências independentes e com objetivos formulados por delegação de competência mediante contrato de gestão e voltados para a garantia da eficiência do mercado e a presença de forte integração funcional entre os reguladores tem mostrado maior eficácia nas suas ações regulatórias.

Com a ampliação do universo de países em que o modelo de regulação está voltado para a integração, esta vertente teórica, torna-se mais eficiente e dominante, pois à medida em que os mecanismos de coordenação existentes entre os reguladores nacionais aumentam, a regulação orientada para a integração de mercados, revela-se um poderoso instrumento para a gestão de riscos e a defesa das condições de equilíbrio de mercados. Esse modelo de regulação tem contribuído para uma diminuição nas avaliações de risco associadas a países e, por consequência do efeito-contágio, está reduzindo a percepção de risco do mercado global.<sup>xv</sup>.

A volatilidade nos mercados internacionais produz efeitos que podem implicar disfunções alocativas e patrimoniais. A adoção de modelos regulatórios voltados para a integração de mercados e posturas de defesa dos direitos de investidores e consumidores de serviços financeiros está contribuindo para suavizar os impactos dos movimentos associados com a elevação temporária nos fatores e nas fontes de risco. Como resultado, vem produzindo uma situação de bem-estar melhor do que a verificada no início da década passada, quando o sistema regulatório era direcionado para o acompanhamento de mercados isolados.

Em decorrência do novo marco regulatório, os investidores estão passando a depositar uma confiança maior no ambiente institucional dos países e, principalmente, na capacidade das intervenções dos reguladores, para o saneamento de situações de conflito ou de potências fontes de deterioração de direitos. Por conseguinte, o resultado final tem proporcionado um quadro onde o custo médio do capital para os tomadores está diminuindo e, de forma mais rápida, para os países mais inseridos no processo de integração. São os efeitos diretos mais visíveis e mais positivos resultantes do melhor ambiente regulatório, e de um maior intercâmbio de experiências entre os reguladores de diversos países. Em suma, efeitos que comprovam a superioridade do modelo de regulação voltado para o fortalecimento de sistemas financeiros integrados em oposição ao modelo tradicional de mercados segmentados.

## **21 – Conclusão: Sugestões de política de regulação para os mercados de valores mobiliários, seguros, previdência privada e de gestão e administração de recursos financeiros.**

Ao final desse trabalho, cabe apontar as conclusões e sugestões de política regulatória. Registramos as evidências que apontam para uma tendência crescente de integração de sistemas financeiros tanto em nível internacional quanto nacional. (Consideramos a necessidade de: a) do país alcançar maior eficiência na alocação e formação da poupança nacional, b) de implantação de um sistema eficaz de proteção aos investidores e consumidores de serviços financeiros, c) de se assegurar uma maior competitividade ao sistema financeiro e d) de se prover condições estruturais definitivas capazes de assegurar a plena integração entre o sistema financeiro nacional e o processo de desenvolvimento econômico. Em vista disso, sugerimos o seguinte:

- 110) Promoção de uma ampla revisão na atual legislação de regulação dos mercados de capitais, de seguros, e de previdência privada, em consonância com os objetivos de maior integração e eficiência na intermediação financeira;
- 111) Criação da Agência Nacional de Regulação e Fiscalização de Serviços Financeiros, entidade que incorporaria as atividades atualmente exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Secretaria de Previdência Complementar, Superintendência de Seguros Privados (Susep);
- 112) Estabelecimento das atividades da Agência Nacional de Regulação e Fiscalização de Serviços Financeiros de acordo com os padrões internacionais de autonomia operacional e independência financeira e orçamentária, com estruturas de pessoal e recursos tecnológicos compatíveis com o ambiente em que irá atuar;
- 113) Com o objetivo de assegurar a separação entre as atividades de formulação estratégica da implementação de políticas e a execução da fiscalização, regulação e supervisão, criação

de um Conselho Superior, para a fixação de macropolíticas, composto por membros dos ministérios envolvidos com os mercados em que a agência atuaria e representantes indicados pela Presidência da República;

114) Atribuição de competência à Agência Nacional de Regulação e Fiscalização dos Serviços Financeiros, para o estabelecimento e a fixação de critérios diferenciados à operação de sistemas de negociação e comercialização de serviços financeiros e à proteção a investidores e consumidores de serviços financeiros, além de capacidade para o monitoramento do sistema financeiro de forma integrada e articulada como o Banco Central do Brasil;

115) Fixação em lei, de forma clara e precisa, os critérios e conceitos para a separação das atividades de regulação e fiscalização exercidas pelo Banco Central do Brasil e a nova estrutura regulatória;

116) Concessão legal à Agência Nacional de Regulação e Fiscalização dos Serviços Financeiros e ao Banco Central do Brasil de autonomia operacional para o cumprimento das metas de políticas públicas para o setor. O objeto da concessão de autonomia operacional para tal Agência consiste na defesa da integridade do mercado, na afirmação das condições para a eficiência e a busca de ambiente no mercado, propício com a presença de simetria informacional, junto com qualidade e transparência na gestão e administração das reservas e do patrimônio sob a responsabilidade dos gestores e administradores de fundos de previdência e dos fundos mútuos referenciados em ativos financeiros;

117) Atribuição de legitimidade à Agência de Regulação do Sistema Financeiro Nacional para a representação judicial dos interesses e direitos de investidores e consumidores de serviços financeiros quando, por motivos alheios à vontade destes, for ou revelar-se de difícil implementação uma representação individual ou coletiva, estabelecendo as condições

e os procedimentos necessários à tipificação da situação, a recomendação, é que a legislação dote o órgão regulador da função de procuradoria de defesa dos direitos dos investidores e consumidores de serviços financeiros;

- 118) Em função do crescente movimento de consolidação de posições de mercado em curso nas atividades bancárias, mercado de capitais, seguros e gestão e administração de recursos ou de patrimônio, concessão de competência à Agência de Regulação do Sistema Financeiro e o Banco Central do Brasil para a análise das condições da concorrência do sistema, por envolverem questões de formulação estratégica do sistema financeiro como um todo e apreciações de fatores e situações que abrangem aspectos de dimensão sistêmica;
- 119) Com o objetivo de garantir eficiência na transição entre os dois modelos de regulação, a passagem de um regime para o outro deve ser acompanhada pela fixação de um cronograma de atividades e procedimentos administrativos, com destaque para a questão do treinamento do quadro funcional das atuais entidades alvo do processo de integração;
- 120) A fim de assegurar e preservar qualidade à fiscalização das atividades envolvendo a nova estrutura funcional da regulação do sistema financeiro nacional, a legislação deve estabelecer os parâmetros e a forma da co-responsabilidade entre a nova agência de regulação e os entes de mercado, com objetivo de definir as atividades, funções e atribuições dos agentes responsáveis pela auto-regulação de setores de mercado ou de atividades;
- 121) A responsabilidade pela defesa da integridade do mercado, assim como a maximização do valor da atividade funcional dos entes e do próprio mercado, devem ser atribuições conjuntas, tarefas delegadas a todos os membros do mercado, cabendo não só ao ente estatal o exercício da constante defesa das condições de equilíbrio do mercado;
- 122) A nova Agência de regulação deve ter competência para regular, fiscalizar e

supervisionar as atividades relacionadas com a formação de preços, negociação de contratos à vista e futuros, referenciados em ativos agrícolas e financeiros, assim como as bolsas de negociação de mercadorias e ativos financeiros.

Contudo, deve ficar claro que a opção pelo novo modelo regulador não constitui panacéia suficiente para a eliminação rápida de distorções que se acumulam há décadas. O novo ambiente regulatório é um importante passo a ser dado para a construção de um sistema financeiro e de seguros moderno, competitivo, completo e eficiente. O sucesso da nova estrutura regulatória irá depender de inúmeros fatores, entre os quais destacam-se:

- **a vontade política do governo na construção de um mercado integrado;**
- **a adoção de políticas consistentes de desregulamentação;**
- **o fortalecimento das entidades de auto-regulação;**
- **a mobilização dos atuais quadros funcionais das autarquias que hoje recepcionam a fiscalização das atividades dos segmentos que serão alvo da fusão;**
- **a imobilização dos setores e dos agentes potencialmente prejudicados pela eficiência do novo ambiente regulatório;**

-----XXX-----

## **Apêndice 1**

Em relatório sobre a atividade e o sistema de regulação no âmbito da OCDE (1999) patrocinado pela própria organização, temos uma importante síntese da questão envolvida entre as opções de políticas e os modelos de regulação.

Esse relatório apresenta, de forma sintética, uma exposição preciosa sobre a natureza das escolhas envolvidas. Para refletir de forma mais precisa seu conteúdo, optamos pela transcrição original do texto:

“We will highlight just three distinct stylized regulatory approaches governing these “line-of-business” restrictions and the manner in which regulation is applied to financial conglomerates:

**a)** Under the first approach, which we might call the “pillars” approach, there exist separate and distinct regulatory regimes for each of the major traditional categories of financial sector institutions (e.g., retail banks, investment banks, insurance companies, pension funds, mutual funds). The opportunities for these pillars to compete in each others’ markets is restricted through line-of-business and ownership restrictions. In addition, there may exist restrictions on the ability of firms in one sector to distribute products produced in another. Each “pillar” of the financial industry is regulated by its own distinct regulator enforcing its own laws. With recent regulatory developments in OECD countries, this regulatory approach is now rare, being found only (to varying degrees) in the US, Japan, Iceland, Finland.

**b)** Under the second approach, which we might call the “conglomerate” approach, there exist separate and distinct regulatory regimes for the traditional categories of financial sector institutions. However, relaxation of ownership restrictions permits the formation of cross-sector financial conglomerates (through the use of subsidiaries or holding companies). The separate legal entities of the conglomerate (although they are operated as a single economic entity) are each separately regulated. There may also be some relaxation of the line-of-business restrictions, permitting the separately-regulated sectors to produce (and at least distribute) competing products.

**c)** Under the third approach, which we might call the “co-ordinated” approach, the separate and distinct regulatory regimes for the parts of the conglomerate still exist, but are combined with regulatory and supervisory practices which explicitly take into account the

conglomerate nature of the regulated institution. For example, the separate sectoral oversight could be combined with a degree of inter-sectoral coordination and co-operation so that the overall regulatory requirement for the firm more closely reflects the overall firm's risk (as in the so-called "solo-plus" approach).

Throughout this part of the paper we will focus primarily on regulation of the capital adequacy of financial firms. We will not focus on the myriad of other forms of regulation including other forms of prudential regulation (such as regulation of the portfolio of assets that can be held by financial institutions, "fit and proper" requirements on directors and managers, large exposure limits, or limits on "connected" lending) or on regulations governing business conduct (such as regulations governing methods of selling or mandating disclosure of certain information) or on differences in tax treatment. These other regulations are clearly important and can, themselves, have important competition effects. This paper will, however, focus primarily on capital-adequacy regulation. We will use the term regulatory capital requirement 13 to refer to the level of capital required of a financial institution by its regulatory regime. We will use the term sector to refer to one of the separately-regulated components of the overall financial industry. Most OECD countries separately regulate the following sectors: banks (and sometimes near-banks, such as credit unions or building societies), securities firms, life insurers, general insurers, pension funds and mutual funds/unit trusts.

We may summarise the remainder of this paper as follows:

First, we consider what level of capital adequacy regulation is appropriate, i.e., the level of capital adequacy regulation that would not induce competition distortions and would lead to a "level playing field" between different products. In theory, the capital-adequacy requirements for financial industry firms should depend only on the risk of the producing financial institution as a whole. Of course, the risk of a financial institution would depend, in turn, on the products that it provides and on the portfolio of assets and liabilities that it holds.

The paper notes some examples that illustrate that where the capital adequacy (and other regulatory requirements) are not appropriately set between two products that compete in the same market, there may be competitive distortions. In general products with similar risk characteristics should face similar regulatory requirements independent of the sector in which they are produced.

This is sometimes known as the “functional” approach to financial sector regulation.

This part of the paper goes on to show that even where the regulatory requirements within each sector are set appropriately (so that there would be no competition distortions for products produced by firms that operate in only one financial sector), there may be distortions to competition between financial institutions that arise from the manner in which the capital-adequacy regulations are applied to conglomerates.

To illustrate this issue, the paper considers each of the stylized approaches introduced above in turn. In each case, it is assumed that the capital-adequacy regulation is properly applied in the context.

The important issues raised (as summarised in table 1) are as follows:

Under the pillars approach, the capital-adequacy requirements may accurately reflect the risk of each sectoral institution, so there is no necessary distortion of competition between financial institutions. However, the line of business and ownership restrictions limit the exploitation of economies of scope in production, thereby raising prices. In addition, they increase the costs of bundling products that cross sectoral boundaries and limit the ability of firms to introduce new products which combine elements which cross regulatory boundaries.

Under the “conglomerate” approach the conglomerate may exploit economies of scale in production, may bundle cross-sectoral products together and may introduce cross-sectoral innovative products. However, the sectoral approach to regulation in the conglomerate approach will typically overlook inter-sectoral correlation in the portfolio of the financial firm.

As a result, the capital-adequacy regulation may not be properly applied and there may arise a distortion in competition between financial institutions.

The “co-ordinated” approach, supplements the conglomerate approach with cooperation and coordination between regulator bodies to ensure that the overall capital requirement on the conglomerate takes some account the risk of the financial institution as a whole. As a result, this approach is more likely to ensure that the overall capital requirements of the financial institution is matched to its the institution’s overall risk. The coordinated approach has the disadvantage of possible duplication of regulatory effort. In addition, accurate assessment of firm-wide risk may prove impossible, forcing reliance on arbitrary rules and assumptions”.

## **Apêndice 2 :**

Em trabalho desenvolvido em junho de 2000, para a CVM , Henry Kistler, gerente da Área Internacional da Comissão de Valores Mobiliários realizou um amplo levantamento das estruturas regulatórias de diversos países e a identificação de pontos comuns, apontando as diferenças estruturais entre os modelos de supervisão governamental sobre os mercados financeiros-bancário, valores mobiliários, seguros e previdência privada em 41 países mais representativos do mundo. Apresentamos em anexo o resultado da pesquisa, agradecendo ao autor a gentileza da permissão para a utilização.

### **Referencias Bibliográficas do Apêndice 2.**

---

<sup>i</sup> Criado em 1964, o Banco Central do Brasil teve definida sua competência para a fiscalização bancária por meio da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro daquele ano.

<sup>ii</sup> A Comissão de Valores Mobiliários teve sua competência definida por intermédio da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 reformulada pela lei 10303 de 2001

---

<sup>iii</sup> A regulação, fiscalização e supervisão do mercado e da atividade de seguros e sua intermediação foi instituída pela legislação que criou a Superintendência de Seguros Privados - SUSEP (Decreto-lei nº 73, de 21 de novembro de 1966).

<sup>iv</sup> Buchheit, L . A infra-estrutura Legal Exigida para um sistema Financeiro Eficiente , trabalho apresentado no Seminário sobre Segurança e Eficiência de Sistemas Financeiros, promovido pelo Banco Central do Brasil , Rio de Janeiro 27 e 28 de Novembro de 2000

<sup>v</sup> Pou, P . Funções de Bancos Centrais e Modelos de Agências de Regulação , trabalho apresentado no Seminário sobre Segurança e Eficiência de Sistemas Financeiros, promovido pelo Banco Central do Brasil , Rio de Janeiro 27 e 28 de Novembro de 2000

<sup>vi</sup> Decreto-lei nº 157, de 1978, que permitia o abatimento de parte do imposto de renda devido, para a aquisição de ações de companhias brasileiras vinculadas com projetos incentivados.

<sup>vii</sup> Planos Cruzado e Collor e Caso Nahas são os melhores exemplos.

<sup>viii</sup> Beck, T; Levine, R e Loayza, N. (2000)," Finance and the Sources of Growth ", in Journal of Financial Economics — setembro/dezembro.

<sup>ix</sup> Impediments to the Development and Efficiency of Financial Intermediation in Brasil , Junho de 2000, Policy Research, Working Papers nº 2382, Beck, Thomas, Washington, USA.

<sup>x</sup> Pinheiro, A C .(ed) ( 1998): Economic Cost of Judicial Inefficiency in Brazil. BNDES.

<sup>xi</sup> Moshiran, F, (1999): "Sources of Growth in International Insurance Services" in Journal of Multinational Financial Management", nº9 , 177-194.

<sup>xii</sup> World Bank, 1999, Entering the 21th Century, Washington, USA.

<sup>xiii</sup> Stiglitz, J (1999), "Reforming the Glogal Architecture : Lessons from the Recent Crises" in Journal Finace, 54, 1508- 1521.

<sup>xiv</sup> How Contries Supervise their Banks, Insurances and Securities Markets - Courties, editor, 2001, Freshfields, Central Banking Publications, London, UK.

<sup>xiv</sup> FSA, Financial Services Authority, December 2000, Building the New Regulator - Progress Report 1.

- 
- AKERLOF, G. (1970) . ‘The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism’, *Quarterly Journal of Economics* . n 54
  - AKHAVEIN, J D., Allen N. Berger, David B. H.- (1997). “The Effects of Bank Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from the Profit Function.” *Review of Industrial Organization* 12: 95-139.
  - ALFON I. e Andrews P - Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation.
  - ALFON, I, (1997) - ‘Cost-Benefit Analysis and Compliance Culture’, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, March
  - ALLEN, F ; Gale , D ( 2000) - Comparing Financial Systems - Cambridge , MA : MIT Press .
  - ALLEN, L, Anoop Rai. – (1996). “Operational Efficiency in Banking: An International Comparison.” *Journal of Banking and Finance* 20: 655-672.
  - ANDIMA e IBGE - " Sistema Financeiro : Uma Analise a partir das Contas Nacionais" , ( 1997) , edição Andima
  - ANGERER , A (1993)- " Insurance Supervision in OECD Member Countries " In Policy Issues in Insurance . Paris , OECD
  - ARROW, K- (1984)- The Economic of Information - Collectcted Papers of Kenneth Arrow , Cambridge/ USA, Harvard Univ Press
  - ARTHUR, B. (2000). *Increasinig Returns and Path Dependence in the Economy*. Michigan, Michigan University Press.

- 
- ASL-Demirgüç-K ; Aksimovic, V , (1995)“Stock Market Development and Firm Financing Choices”, World Bank, .
  - ATKINSON , A ; Stiglitz , J (1990) - Lectures on Public Economics - McGraw Hill , New York ,
  - BALTENSPERGER, E. & Dermine, J. (1987), ‘The Role of Public Policy in Ensuring Financial Stability: A Cross-Country, Comparative Perspective’, in *Threats to International Financial Stability*, by Richard Portes and Alexander Swoboda (eds), Cambridge, MA; Cambridge University Press.
  - BARTH , J , Caprio Jr, G ; Levine ,R (1998) - \_ Financial Regulation and performance : Cross -Country Evidence - Nov . WP/ Word Bank
  - BEKAERT, G e C. Harvey. (1997) -Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. Journal of Financial Economics.
  - BEKAERT, G e C. Harvey.(1995) - Emerging equity market volatility. Working Paper, Duke University and Stanford University.
  - BEKAERT, G. Market-(1995). Integration and investment barriers in emerging equities markets. World Bank Economic Review 9, 75-107
  - BENCIVENGA, V. R ; D.Smith e B M.Starr, S - (1994) - “Equity Markets, Transaction Costs and Capital Accumulation: An Illustration”, World Bank, Jan .

- 
- BENINK, H. & Llewellyn, D.T. (1995), ‘Systemic Stability and Competitive Neutrality Issues in the International Regulation of Banking and Securities’, *Journal of Financial Services Research*, 9(3/4), 393-407.
  - BENSTON, G. J. & Kaufman, G. (1996), ‘The Appropriate Role of Bank Regulation’, *Economic Journal*, 106, 688-97.
  - BENSTON, G.J. (1998), *Regulating Financial Markets: A Critique and Some Proposals*, Hobart Paper No. 135, London, Institute of Economic Affairs.
  - BERGER, A .N., J. David C, Weiss e Zi. 2000. “Conglomeration Versus Strategic Focus - Evidence from the Insurance Industry.” Board of Governors of the Federal Reserve System.
  - BERGER, A e Humphrey, D .(1997). “Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research.” *European Journal of Operational Research* 98: 175-212.
  - BERGER, A N.- (1998.) “The Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisition: A Preliminary Look at the 1990s Data.” In *Bank Mergers & Acquisitions*, edited by Y. Amihud and G. Miller. Boston, MA. Kluwer Academic: 79-111.
  - BERGER, A N. and Mester, L . 1997. “Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?” *Journal of Banking and Finance* 21: 895-947.

- 
- BERGER, A N. e Humphrey, D . (1992.) - “Megamergers in Banking and the Use of Cost Efficiency as na Antitrust Defense.” *Antitrust Bulletin*, 37 (Fall), 541-600.
  - BERGER, A N., Demsetz, R e Strahan, P ( 1999). “The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future.” *Journal of Banking and Finance* 23 (2-4): 135-194.
  - BERGER, A N., Hancock, D e Humphrey, D . (1993). “Bank Efficiency Derived from the Profit Function.” *Journal of Banking and Finance* 17(2-3): 317-347.
  - BERGER, A N., Humphrey, D B e Pulley, L . (1996.) “Do Consumers Pay for One-Stop Banking? Evidence from an Alternative Revenue Function.” *Journal of Banking and Finance* 20(9): 1601-1621.
  - BERGER, A N., and DeYoung, R .( 2000.)- “The Financial Performance of Cross-Regional Commercial Banks in the U.S.: Some Clues Regarding the Eventual Structure of a Consolidating Industry.” Board of Governors of the Federal Reserve System.
  - BERGER, A N., DeYoung, R ; Genay, H e F. Udell. G – (2000). “The Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance.” *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* n° 3.

- 
- BERGER, AN., Hanweck, G - (1987). “Competitive Viability in Banking: Scale, Scope, and Product Mix Economies.” *Journal of Monetary Economics* 20(3): 501-520.
  - BERNANKE, B. (1983), ‘Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression’, *American Economic Review*, 73, 257-63.
  - ♦ BERNANKE, B; Lemback, T ; Mishkin, F e Posen, A - Inflation Targeting, Lessons from the International Experiences New Jersey, Princeton Univ .
  - BHATTACHARYA, S. & Jacklin, C. (1988), ‘Distinguishing Panics and Information-Based Runs: Welfare and Policy Implications’, *Journal of Political Economy*, 96, 568-92.
  - BIKKER, J A. e Groeneveld, J M . 1998. “Competition and Concentration in the EU Banking Industry.” Der Nederlandsche Bank. The Netherlands.
  - BLACK, F.(1974)- International Capital Market Equilibrium with investment Barriers. *Journal of Financial Economics*, 1, 337-352.
  - BLACK, F.; Scholes, M- (1973) The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81 (3): 637-59.
  - BLACK, S.W ; Moersch , M – ( 1998) – Competition and Convergence in Financial Markets, Amsterdam, Netherlands, Elsevier editions

- 
- BOYD, J H., Stanley L. Graham, and Hewitt, R.S . (1993). “Bank Holding Company Mergers with Nonbank Financial Firms: Effects on the Risk of Failure.” *Journal of Banking and Finance* 17(1): 43-63.
  - BRIAULT , C (1999)- " The Rationale for A Single National Financial Services - FSA/UK - Occasional Paper - Maio .
  - BROWN, CV, and Jackson, PM, *Public Sector Economics*, Blackwell, 4<sup>th</sup> Edition, (1990) - Better Regulation Unit, ‘The Better Regulation Guide and Regulatory Impact
  - CAPRIO Jr , G ; Demirgüç-Kunt,G - (1997) - “The Role of Long-Term Finance : Theory and Evidence”, World Bank, Feb .
  - CAPRIO Jr, G ; Vittas, D . ( 1997)- “Financial History: Lessons of the Past for Reformers of the Present”, World Bank .
  - CAPRIO Jr, G ; Vittas, D (edits) (1997)- *Reforming Financial Systems* ,Cambridge Univ Press /Word Bank, New York .
  - CAPRIO,Jr, G ; Atyas,I e Harson, J(edts), (1995) - *Financial Reform : Theory and Experience* . London, UK, Cambridge Univ Press .
  - CHARI, V.V. & Jagannathan, R. (1988), ‘Banking Panics, Information, and Rational Expectations Equilibrium’, *Journal of Finance*, 43, 749-61.
  - CHEVALIER , J ; Ellison, G ( 1997)- " Risk taking by Mutual Funds : as response to incentives" , in *Journal of Political Economy* , n° 105 , 1167-1200

- 
- CHOE, H ; Koo, B ; Stulz , R ( 2001) – “ Do Domestic Investors have more Valuable Information about Individual Stocks than Foreign Investors?” – in NBER, Working Papers n ° 8073 , Cambridge , MA , USA, Janeiro
  - CHORAFAS , D(2000) - New Regulation of the Financial Industry - New York, St Martin's Press .
  - CLAESSENS, S ; Glaesner , T e Klingebiel , D (2000)- " Electronic Finance: reshaping the Financial Landscape Around the World " - The World Bank, Working Papers , Financial Sector, n° 4, September .
  - CLAESSENS, S ; Klingebiel , D (2000)-"Alternatives frameworks for the Provision of Financial Services" - Economics Analysis and Country Experiences - Financial Sector strategy and Policy , World Bank -
  - COLEMAN , W (1996)- Financial Services , Globalization and Domestic Policy Change - Macmillan Press, London - UK .
  - CONSUMERS Association (1998), ‘Disclosure: Protecting Consumers?’, London.
  - COURTIS , N (edit) (1999) - " How Countries Supervise Their Banks, Insurance and Securities Markets - Central Banking publications, London UK .
  - CRUICKSHANK,D (1999)-Competition and Regulation:An Internal Report.London:H.M. Treasury,July 1999.

- 
- CYSNE , R ; Faria , L . F - (1997) - " Sistema Financeiro Brasileiro : Diagnóstico e Reformas Requeridas" , Ensaios Econômicos EPGE/FGV, março .
  - DALE, R. (1996), ‘Regulating the New Financial Markets’, in M. Edey (ed.) *The Future of the Financial System*, Sydney: Reserve Bank of Austrália .
  - DARBY, M. & Karni, E. (1973), ‘Free Competition and the Optimal Amount of Fraud’, *Journal of Law and Economics*, 16, 67-88.
  - DAVIES, H. (1999), ‘Financial Regulation: Why Bother?’, Society of Business Economists lecture, Janeiro 1999, London, Financial Services Authority, *mimeo*.
  - DAVIS, E (1997) – Regulation of Pension Funds , OECD,
  - DE LONG , J.B; Shleifer , A ; " Anatomy of a Price Bubble of 1929" Harvard University , paper
  - DE LONG , J.B; Shleifer , A; Summers, L e Waldmann, R (1987) -" Noise Trade Risk in Financial Markets" NBER, WP n/ 2395 .
  - DIAMOND, D.V. & Dybvig, P. (1983), ‘Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity’, *Journal of Political Economy*, 91, 401-19.
  - DOCKING, D.S., Hirschey, M. & Jones, E. (1997), ‘Information and Contagion Effects of Bank Loan-Loss Reserve Announcements’, *Journal of Financial Economics*, 43(2), February, 219-40.

- 
- DOW, S.C. (1996), 'Why the Banking System Should be Regulated', *Economic Journal*, 106, 698-707.
  - DOWD, K. (1996), 'The Case for Financial *Laissez-Faire*', *Economic Journal*, 106(436), Maio, 679-87.
  - DRAGE, J. *et al.* (1998), 'Some Issues for Policy Makers Arising from the International Financial Crisis', Herring, R.J. & Litan, R.E. (1995), *Financial Regulation in the Global Economy*, Washington, DC: The Brookings Institution.
  - ♦ EICHENGREEN, Barry , *Globalization Capital*, ( 1996) , first edition, New Jersey ,Princeton University Press .
  - FABOZZI , F ; Modigliani , F (1996 )- *Capital Markest - Institutions and Instruments - New Jersey - USA - Prentice Hall - second edition -*
  - FAMA, E. F - ( 1965) - " The Behavior of Stocks Prices" in *Journal of Business*, ( *Janeiro* ) .
  - FAMA, E. F ( 1970) - " Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work" , in *Journal of Business* ( *Maio* ) .
  - FRANKS, J - ( 1993) - "the Costs and effectiveness of the UK" , In *Financial System. City Research Project* .
  - FRANKS, J ; Schaefer , S e Staunton, M - (1998) -" The Direct and Compliance Cost of Financial Regulation" , In *Journal of Banking & Finance* , n° 21 , 1547-1572

- 
- FRANKS, JR, Schaefer, SM, and Staunton, MD,( 1998) - ‘The Direct and Compliance Cost of Financial Regulation’, *Journal of Banking and Finance*,
  - GART , A - (1994) - Regulation, Deregulation, Regulation - *The Future of the Banking, Insurance, and Securities Industries* - John Wiley & Sons edition , New York USA .
  - GIOVANNINI , A ; Maier , C ( 1992) - European Financial Integration , Centre for Economic Policy Research /IMI , Cambridge Univ Press , London - UK.
  - GOMPERS, P ; Metrick, A (1998)- Institutional Investors and Equity Prices , NBER - WP N° 6723 , Sep
  - GOODHART , C ( edt)(2000) - The Emerging Framework of Financial Regulation - *A collection of papers compiled by the Financial Markets Group of the London School of Economics* - A Central Banking Publication, London UK .
  - GROSSMAN, S ; Hart , O ( 1986)- " The Cost and Benefits of Ownership : A Theory of Vertical and Lateral Integration " in *Journal of Political Economy* , 94, 691-719
  - GROSSMAN, S ; Miller , M -(1988) - " Liquidity and Markets Structure" in *Journal of Finance* , 43 , 617-33
  - GRUBER, P; Elton, J - (1998)- Modern Portfolio Theory, And Investment Analysis – Fifth Edition , J. Wiley & Sons

- 
- HARKER , T. P ; Zenios , S (2000) - Performance of Financial Institutions - *Efficiency , Inovation and Regulation* , Cambridge University Press , London UK .
  - HART , O (1997)- Firms Contracts and Financial Structure - Clrendon Lectures in Economics - London - Oxford Press .
  - HAUGEN , R (1997)- Modern Investment Theory - Fourth Edition , Prentice Hall , New Jersey- USA .
  - HENDERSON, DP,(1997) - ‘Two British Errors: Their Probable Size and Some Possible Lessons’, *Oxford Economic Papers*, July
  - HERRING, R.J. (1997), ‘Prospects for International Co-operation in the Regulation and Supervision of Financial Services’, in *Developments in Supervision and Regulation*, ICMB Occasional Studies, no. 8, Geneva: International Centre for Monetary and Banking Studies, Junhoe.
  - Hirsch,W - (1998) Law and Economics, Introductory Analysis- thirdedition, San Diego,USA,Academic Press.
  - **INTERNATIONAL MONETARY FUND – FMI** - (1997), *International Capital Markets*, Washington, D.C.: IMF
  - JONES-Lee, MW, (1994)- ‘Safety and the Saving of Life’, in Layard, R and Glaister, S, *Cost-Benefit Analysis*, Cambridge University Press .
  - KANE, E.J. (1997), ‘Foundations of Financial Regulation’, *mimeo*, Boston College, Janeiro.

- 
- KANE, E.J.(2000) Ethical Foundation of Financial Regulation - Cambridge,USA , NBER - WP n° 6020
  - KAUFMAN, G.G. (1994), 'Bank Contagion: A Review of the Theory and Evidence', *Journal of Financial Services Research*, 8, 123-50.
  - KELLY, E.W. (1997), Remarks at the Seminar on Banking Soundness and Monetary Policy in a World of Global Capital Markets, sponsored by the International Monetary Fund, Washington, DC: International Monetary Fund, 29 Janeiro.
  - KIMBALL , S L -(1978)- The Regulation of Insurance Companies in the United States and European Communities : A Comparative Study . International Insurance Advisory Council
  - KOGUSSHI, Y - (1988) - Regulation in Insurance WP/OECD
  - LA PORTA , R e all (1996)- " Law and Finance" - NBER , Cambridge, USA, 1996 , Jul, WP - 5661
  - LA PORTA, R e all (1999) - "Investor Protection and Corporate Governance" - Harvard Univ , Junho.
  - LA PORTA, R ; Lopes, F; Shleifer, A e Vishy ,R – (1999) - "Investidor Protection: Origins , Consequences , Reform" - NBER, Dec - N° 7428
  - LAMY, A ; Bulhões Pedreira , J.L - A lei das S.A - vol 1 - ( 1997 ) - Ed Renovar Rio de Janeiro, Brasil .

- 
- LEVINE, R (1996) - "Financial Development and Economic Growth", World Bank, Out
  - LEVINE, R ; Zervos, S - (1996) - "Stock Market Development and Long-Run Growth", World Bank, Fev
  - LINDGREN, C.J., Garcia, G. & Saal, M.I. (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington, DC: International Monetary Fund.
  - LINTER, J ( 1965)- " The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets" in , *Review of Economics and Statistics ( February)*.
  - LLEWELLYN, D. (1986), *The Regulation and Supervision of Financial Institutions*, London, Chartered Institute of Bankers.
  - LLEWELLYN, D. (1996), 'Re-engineering the Regulator', *The Financial Regulator* , 1 (3), December, 21-5.
  - LLEWELLYN, D. (1998a), 'Lessons from Recent Banking Crises', *Journal of Financial Regulation and Compliance*, September.
  - LLEWELLYN, D. (1998b), 'A Prospectus from the FSA: Its Approach to Regulation', *Journal of Financial Regulation and Compliance*, December.
  - LLEWELLYN, DT, ( 1995) - 'Consumer Protection In Retail Investment Services: Protection Against What?', *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Volume 3, n ° 1 .

- 
- MAIER , C ; Vives , X (1995) - Capital Markets and Financial  
Intremediation - Centre for Economic Policy Research - BBV Foundation ,  
London -UK ,
  - MARKOWITZ, H ( 1952) - " Portfolio Selection" in *Journal of Finance*,  
March .
  - Mccrudden , C (2000)- Regulation and Deregulation - *Policy and Practice  
in the Utlities and Finacial Servcies Industries - The Oxford Law Colloquim* -  
Clarendon Press Oxford , The Norton Rose M5 Group , London UK .
  - MERCURO ,N e Medema,S- (1997), *Economic and the Law*-( 1997)  
Academic Press, San Diego USA
  - MERTON , R , (1995) - " Financial Innovation and the Management and  
Regulation of Financial Institutions " Cambridge/USA , NBER, WP n° 5096
  - MERTON, R - " On the Current State of the Stock Market Rationality  
Hypothesis" , In - Dornbusch, R (edt) - *Macroeconomics and Finance :  
essays in Honor of Franco Modigliani*, Cambridge USA, MIT Press ( 1974)
  - MERTON, R (1987<sup>a</sup>) - " A Simple Model of Capital Markets Equilibrium with  
Incomplete Information" in *Journal of Finance* , 42, ( 1987<sup>a</sup>) , 483-510
  - MILLER , M - *On Derivatives* , (1997) , J . Wiley & Sons , New York, USA
  - MILLER, M.H ; Modigliani , F -(1961)- " DividendPolicy, Growth, and the  
Valuation of Shares " , in *Journal of Business*, 34, 411-33

- 
- MISHKIN, F ( 2000) - " Prudential Supervision : Why it is Important and what are the Issues?" In , Cambridge/USA , NBER , n / 7926 .
  - MODIGLIANI , F ; Miller, M.H (1958) “The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment”, *American Economic Review* – Junho .
  - MOSSIN , J (1966)- " Equilibrium in a Capital Markets" , in *Econometria*, (October) .n 58
  - NELSON, P. (1970), ‘Information and Consumer Behaviour’, *Journal of Political Economy*, 78(2).
  - NORTH , D (1966)- The Economic Growth of the United States - 1790-1860 - New York - USA , WWW Norton .
  - NORTH , D (1995) - Institutions, Institutional Change and Economic Performance -Cambridge University Press .
  - OCCASIONAL PAPER No 3,Financial Services Authority,London,September 1999. Arthur W.B.,Durlauf S.N, e Lane D.<sup>a</sup>(eds),
  - ODITAH , F (1997 )- The Future for the Global securities Markets - Legal and Regulatory Aspects - The Oxford Colloquim 1996 , Clarendon Oxford Press, London UK .
  - PORTER , T - ( 1993) States , Markets and Regimes in Global Finance - Macmillan Press London- UK .

- 
- PORTES, Richard (1999), “Global Financial Markets and Financial Stability: Europe’s Role”, London Business School.
  - POSNER, R- (1998)- *Economic Analysis of Law*, New York, Aspen Law of Business .Press.
  - QUINN , B - (1999) " A Model of Financial Regulation " in McCrudem - *Regulation and Deregulation - The Oxford Colloquim* -
  - RAJAN , R ; Zingales , L ( 1998)- " Financial Dependence and Growth " in *American economic Review* , 88 , 559-86
  - RELLY, F ; Brown, K - (1998)- *Investment Analysis and Portfolio Management*- fifth edition , New York, USA, Dryden Inc.
  - ROCCA, C.A; da Silva, M e Carvalho, A - (1999) - " Sistema Financeiro e a Retomada do Crescimento Econômico" - FIPE/BOVESPA , São Paulo , Brasil
  - ROSE, P - (1998) - *Money and Capital Markets – Financial Institutions and Instruments in a Global Markets* , , McGraw – Hill , International Series
  - ROSS , S. A (1976) - " The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing" , in *Journal of Economic Theory*, ( Dezembro) .
  - SALANIÉ , B (1998) - *The Economics of Contracts - A Primer* - London- Cambridge U Press / MIT Press - second edition -
  - SAMUEL, C , “The Stock Market as a Source of Finance : a Comparison of U.S. and Indian Firms”, World Bank, Abril 1996.

---

SanDiego,USA, Academic Press

- SCHACHTER, B – (1997) – Derivatives, Regulation and Banking, London , UK , Elsevier edition
- SCHURE, Paul and Rien Wagenvoort (1999), “Economies of Scale and Efficiency in European Banking: New Evidence”, Report 99/01, European Investment Bank.
- SCHWARTZ, R - Global Equities Markets – (1998) - Technological, Competitive, and Regulatory Challenges , Stern , New York Univ -
- SHAPIRO , C ; Varian , H (1999 )- Information Rules - Boston -USA - Harvard Press –
- SHARPE, W (1963) - " A Simplified Model of Portfolio Analysis" , *Management Science, Janeiro* ,
- SHARPE, W (1964) -" Capital Asset Price : A Theory of Market Equilibrium" , in *Journal of Finance*, ( September) .
- SHLEIFER , A (2000)- Inefficient Markets - Clarendon Lectures in Economics - An Introduction to Behavioral Finance - New York - Oxford Press -
- SHLEIFER , A; Summers , L (1990) - " The Noise trade approach to Finance" in *Journal of Economics Perspectives*, 4 , 19: 33 .
- SHLEIFER, A ; Vishny, R - (1997) - " A Survey of Corporate Governance" in *Journal of Finance* , junhoho , pgs 737-783

- 
- SKIPPER , H (1998) - International Risk and Insurance , Irwin/ McGraw Hill , New York- USA .
  - SOTTO , H - (2000) - The Mistery of Capital : Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Eveywhere Else , New York / USA, Basic Books .
  - STADLER-MACHO , I ; Castrillo-Perez , D (1997)- An Introduction to the Economics of Information - - Incentives & Contracts - New York, Oxford University Press .
  - STIGLER , G (1971) - " The Theory of Economic Regulation" *Bell Journal Economics and Management Science* v 2 , (spring 1971) : 3 - 21
  - STIGLER , G (1974)- " Free Riders and Collective Action : An Appendix to Theories of Economic Regulation" in *Bell Journal Economics and Management Science* vol 5 ,( autumm ) : 395 - 65
  - STIGLITZ , J (2000) - Economics of The Public Sector -Third Edition, WW Norton Press, New York , USA .
  - STIGLITZ , J ; Weiss , A (1981)- " A Credit Rationing in Markets with Imperfect Information " , in *American Economic Review* , 71 , n° 3 , ( Junho 1981): 393-410 .
  - SYLLA, R - ( 1995) - “The Rise of Securities Markets: What Can Government Do?” , World Bank, Nov
  - TIROLE , J (1982) ; " On the Possibility of Speculation under Rational Expectations" in *Econometrica* , 50 , (1982) , 1163-82

- 
- TIROLE , J ; Dewatripont. M - The Prudential Regulation of Banks ,  
Cambridge. , USA , MIT Press , 1994 .
  - TIROLE , J ; Laffont , JJ - A Theory in Procurement and Regulation ,  
Cambridge, USA , MIT Press , 1994.
  - TOBIN , J (1998)- Money, Credit and Capital - Singapore, Irwin/ McGraw-  
Hill - International edition -
  - TOBIN, J – (1982) - "Money and Finance in the Macroeconomics Process"  
In Journal of Money ,Credit and Banking 14 ( Maio ) pgs 171-204
  - TOBIN, J – (1984) "On the Efficiency of the Financial System" in Lloyds  
Bank Review - ( Julho ) pgs 1 - 15 .
  - TOBIN, J –(1965) "The Theory of Portfolio Selection" - IN F.H.Hahn and  
F.P.R. Brechilg eds, The Theory of Interest Rates , London - Macmillan,
  - VITTAS , D – (1998) – “ Regulatory Controversies of Private Pensions Funds  
“ – Development Research Group – The World Bank ,
  - VITTAS, D - (1998) “Institutional Investors and Securities Markets: Which  
Comes First?”, World Bank, Dez .
  - WHITE , L -(1996) " Competition versus Harmonization : An Overview of  
International Regulation of Financial Services " in International Financial  
Markets . Claude E . Bartfield , ed , Washington . DC : AEI Press
  - WICLER, J ; Elmus, H - (1996)- The Banking Panics of the Great Depression,  
New York, USA- Cambridge Univ Press

- 
- WURGLER , J (2000) - " Financial Markets and the Allocation of Capital" In *Journal of Financial Economics.* ,
  - WURGLER , J ; Zhuravskaya , E (1998) - " Does the Arbitragen Flatten Demand Curves for Stocks" - Harvard University