

ISSN 1808678-0



COORDENAÇÃO DE PUBLICAÇÕES
RUA ROCHA, 233 - 11º ANDAR
01330-000 SÃO PAULO SP
www.fgv.br/direitogv
publicacoes.direitogv@fgv.br

v.6 n.4 : julho 2009

Cadernos DIREITOGV

CRISE NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Ary Oswaldo Mattos Filho e
Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima (coord.)

SEMINÁRIO **30**
v.6 n.4 : julho 2009

CADERNOS DIREITO GV

v.6 n.4 : julho 2009

PUBLICAÇÃO DA **DIREITO GV**
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO
DA FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

ISSN 1808-6780

OS CADERNOS DIREITO GV TÊM COMO OBJETIVO PUBLICAR RELATÓRIOS DE PESQUISA E TEXTOS DEBATIDOS NA ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO. A SELEÇÃO DOS TEXTOS É DE RESPONSABILIDADE DA COORDENADORIA DE PUBLICAÇÕES DA DIREITO GV.

EDITOR

DESDE 2004, **JOSÉ RODRIGO RODRIGUEZ**

DIREITO – PERIÓDICOS. I. São Paulo. DIREITO GV
Todos os direitos desta edição são reservados à DIREITO GV

DISTRIBUIÇÃO
COMUNIDADE CIENTÍFICA

ASSISTENTE EDITORIAL
FABIO LUIZ LUCAS DE CARVALHO

PROJETO GRÁFICO
ULTRAVIOLETA DESIGN

TRANSCRIÇÃO DE ÁUDIO
AUGUSTO IRIARTE
TECNOTEXTO - TRANSCRIÇÕES EDITORIAIS

PREPARAÇÃO DE TEXTO
ELVIRA CESARIO CASTANON

IMPRESSÃO E ACABAMENTO
COPIBRASA

DATA DA IMPRESSÃO **AGOSTO/2009**

TIRAGEM **500**

PERIODICIDADE **BIMESTRAL**

CORRESPONDÊNCIA
PUBLICAÇÕES DIREITO GV
RUA ROCHA, 233 - 11º ANDAR
01330-000 SÃO PAULO SP
WWW.FGV.BR/DIREITOGV
PUBLICACOES.DIREITOGV@FGV.BR

CADERNOS DIREITO GV

v.6 n.4 : julho 2009

CRISE NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Ary Oswaldo Mattos Filho e

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima (coord.)



SEMINÁRIO **30**
v.6 n.4 : julho 2009

APRESENTAÇÃO

Esta edição dos *Cadernos DIREITO GV* traz o registro de encontros periódicos entre professores da FGV-SP - DIREITO GV, EAESP e EESP, durante o marcante ano de 2008. Esta série de eventos foi organizada pelos professores Ary Oswaldo Mattos Filho¹ e Maria Lúcia L. M. Pádua Lima² e contou com o constante apoio do professor Alkimar Ribeiro Moura³. A motivação primeira para a realização dessas reuniões foi o recrudescimento da crise financeira nos EUA e seu posterior desdobramento, em setembro de 2008, na mais grave crise econômica global desde 1929. Cabe ainda lembrar que o compromisso da FGV com o desenvolvimento do Brasil esteve sempre presente em todos os debates sobre esse grave momento da economia mundial.

Entre maio e novembro de 2008, foram realizados cinco encontros que possibilitaram acompanhar o processo de exacerbação da crise financeira nos EUA, inclusive os difíceis momentos que se seguiram à falência do *Lehman Brothers* em setembro do último ano. O registro dessas discussões procura reproduzir o ambiente de perplexidade e inquietação intelectual que esteve presente em todo esse processo.

Após o lançamento do *Blueprint for Financial Regulatory Reform*⁴, foi organizado o primeiro encontro sobre a *Reforma do Sistema Financeiro Norte-Americano*, com apresentação do tema pelos professores Luiz Antonio de Oliveira Lima⁵ e Maria Lúcia L. M. Pádua Lima.

Na segunda reunião foi discutido o tema *Regulação e Auto-Regulação no Mercado Financeiro Brasileiro* a partir das apresentações dos professores Alkimar Ribeiro Moura e Maria Lúcia L. M. Pádua Lima. No terceiro encontro foi debatido o tema *Regulação da Concorrência no Sistema Financeiro Brasileiro* com base na exposição feita pelo professor Arthur Barrionuevo Filho⁶.

Em 30 de setembro de 2008, no auge do pânico que se alastrou em escala global depois da falência do *Lehman Brothers*, foi realizado o quarto encontro, tendo como convidado especial o professor Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo⁷. Após a cronologia da crise apresentada pela professora Maria Lúcia L. M. Pádua Lima, o professor Belluzzo fez uma abrangente explanação sobre o agravamento da crise financeira e suas consequências.

O encerramento da série de encontros do ano tratou da *Regulação e a Crise Financeira* com a participação dos especialistas Dr. Otávio Yazbek⁸ e Dr. Pedro Dutra⁹, com comentários dos professores Ary Oswaldo Mattos Filho, Maria Lúcia L. M. Pádua Lima e Arthur Barrionuevo Filho e coordenação do professor Alkimar Ribeiro Moura.

Em nome da FGV-SP, gostaríamos de agradecer a participação de especialistas, convidados, professores e alunos que tornaram possível a realização desses encontros. Esperamos que, pelo menos, parte dessa intensa discussão sobre a crise econômica global possa ser compartilhada com os leitores desta publicação.

NOTA

1 Diretor da DIREITO GV e sócio fundador do escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados

2 Professora da FGV-SP e Coordenadora de Relações Internacionais da DIREITO GV.

3 Professor da FGV-SP e Chefe do Departamento Economia.

4 *Blueprint for Financial Regulatory Reform* lançado pelo Secretário do Tesouro americano Henry Paulson (31 de março de 2008).

5 Professor da FGV-SP.

6 Professor da DIREITO GV.

7 Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

8 Diretor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e professor do GVlaw.

9 Advogado, sócio fundador do escritório Pedro Dutra Advogados.

ÍNDICE

REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO	7
PALESTRAS	7
MARIA LÚCIA LABATE MANTOVANINI PÁDUA LIMA	7
LUIZ ANTONIO DE OLIVEIRA LIMA	15
DEBATE	23
REGULAÇÃO E AUTO-REGULAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO	29
PALESTRAS	29
MARIA LÚCIA LABATE MANTOVANINI PÁDUA LIMA	29
ALKIMAR RIBEIRO MOURA	33
DEBATE	41
ENTREVISTA	43
REGULAÇÃO DA CONCORRÊNCIA NO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO	45
PALESTRA	45
ARTHUR BARRIONUEVO FILHO	45
DEBATE	51
CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: O PIOR AINDA ESTÁ POR VIR?	69
CRONOGRAMA DA CRISE	69
MARIA LÚCIA LABATE MANTOVANINI PÁDUA LIMA	69
PALESTRA	73
LUIZ GONZAGA DE MELLO BELLUZZO	73
DEBATE	85
A REGULAÇÃO E A CRISE FINANCEIRA	99
PALESTRAS	101
OTÁVIO YAZBEK	101
PEDRO DUTRA	107
COMENTÁRIOS	115
ARY OSWALDO MATTOS FILHO	115
MARIA LÚCIA LABATE MANTOVANINI PÁDUA LIMA	118
ARTHUR BARRIONUEVO FILHO	122
DEBATE	133
PROGRAMA	139
NOTAS	141

CRISE NO SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

Ary Oswaldo Mattos Filho

e Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima (*coord.*)

REFORMA DO SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

Palestrantes: Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

e Luiz Antonio de Oliveira Lima

PALESTRAS

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Vamos iniciar esta primeira reunião com uma breve exposição do Sumário da Proposta de Alteração da Regulamentação do Sistema Financeiro Americano¹ enviada ao Congresso daquele país no final do mês de março do presente ano. Em seguida, o Prof. Luiz Antonio de Oliveira Lima tratará do processo de desregulamentação do Sistema Financeiro americano e suas conseqüências, inclusive a crise do setor imobiliário dos Estados Unidos.

O relatório que deu origem ao Sumário da Proposta de Alteração da Regulamentação foi publicado no final do mês de março desse ano. Esse relatório representa um esforço para alterar a estrutura do setor financeiro americano e tem por principal o objetivo estruturar um sistema adequado e capaz de lidar, inclusive, com os efeitos da crise atual. Há uma série de medidas de curto e médio prazos e algumas indicações de propostas de longo prazo.

Hoje abordaremos as propostas relacionadas aos objetivos de curto prazo. Para efeito da exposição iremos adotar a mesma ordem usada no relatório. As medidas de curto prazo têm por objetivo principal coordenar a aplicação dos vários regulamentos vigentes e avaliar os mercados de crédito e o de hipotecas. No médio prazo, o objetivo é eliminar a duplicação de regulamentos e também, como está dito, modernizar o aparato regulatório de alguns segmentos do sistema financeiro.

A preocupação maior do Tesouro é construir uma estrutura, denominada “estrutura regulatória ótima”, que garanta três objetivos principais: (i) estabilidade do mercado; (ii) segurança associada a garantias governamentais; (iii) condução adequada dos negócios. Essa “estrutura ótima” também deve possibilitar a continuação do processo de inovação financeira. De fato, se há algo absolutamente fantástico a partir do início da década de 1980 é o processo de inovação financeira ocorrida no Mercado Financeiro dos EUA. Há uma intenção bastante clara no relatório do Tesouro que a nova regulamentação não coíba a livre iniciativa dos agentes, que como se sabe, é a base da inovação financeira. Podemos dizer que o objetivo final dessa chamada “estrutura regulatória ótima” é garantir a liderança dos Estados Unidos nos Mercados Financeiros Internacionais. Evidentemente, nós sabemos que esse é um objetivo implícito, mas no caso está bastante evidente.

No Sumário apresentado pelo Secretário do Tesouro² é feita uma breve retrospectiva histórica do processo de regulamentação do Sistema Financeiro dos EUA. Tenho certeza de que o Prof. Luiz Antonio [de Oliveira Lima] falará de uma maneira muito mais adequada sobre esse assunto, enfatizando que qualquer regulamentação foi e sempre será resultado de crises financeiras.

A base legal interna para construção do novo modelo parte da Reforma Bancária e Financeira de Roosevelt³ expressada pelo *Glass-Steagall Act*,⁴. Além disso, como outro elemento importante, cito os atos de 1980/82 que eliminaram alguns aspectos do *Glass-Steagall*⁵. Em 1984 foi elaborado pelo Tesouro americano um relatório⁶ importante sobre propostas de mudanças na regulação do Sistema Financeiro com o objetivo de incorporar as inovações financeiras que estavam ocorrendo no mercado americano. Em 1991 um novo relatório⁷ foi apresentado, tendo como base o relatório anterior, ressaltando a necessidade de alteração da regulamentação vigente em decorrência das profundas alterações ocorridas no Mercado Financeiro dos EUA. Esse último relatório serviu de base para a revogação total do *Glass-Steagall Act*, em 1999⁸.

No que se refere às medidas de curto prazo expostas no Sumário, a primeira diz respeito à reorganização de um grupo de trabalho do mercado financeiro ligado diretamente ao Presidente e que foi criado em 1987 por ocasião da grave crise no mercado de capitais

americano. A secretaria executiva desse grupo de trabalho é composta por membros do Tesouro, o FED, SEC e a comissão para os futuros SFTC⁹.

O Tesouro está propondo a ampliação da ação desse grupo de trabalho que trataria de todo o sistema financeiro e não apenas do mercado de capitais. O grupo teria como missão também coordenar a ação das agências – e em relação a essa questão veremos ao longo do documento a proposta de criação de várias agências –, para diminuir o risco sistêmico, melhorar a solidez do mercado financeiro promovendo a proteção do consumidor e do investidor, e de maneira geral, melhorar a eficiência e a competitividade do mercado financeiro americano. Tudo leva a crer que o objetivo maior seja de fato garantir que os Estados Unidos possam manter a sua liderança no mercado financeiro internacional.

Consta da proposta a inclusão de novos membros no grupo de trabalho do Presidente. Esses membros seriam: *Office of Control of Accuracy*, que já existe; *Federal Deposit Insurance Corporation*, que foi criado pelo Glass-Steagall; e *Office of Thrift Supervision*.

Outra função importante desse grupo de trabalho seria elaborar relatórios e documentos para o presidente ou outras autoridades; a idéia é que esse grupo acompanhasse mais de perto todo o desenvolvimento do mercado financeiro nos Estados Unidos.

A segunda ordem de recomendações de curto prazo diz respeito ao sistema de hipotecas. A idéia fundamental é que há falhas de fiscalização, e até ausência do sistema de uma supervisão federal; é por essa razão que está se propondo uma série de medidas de curto prazo. O relatório tratou da questão fundamental do sistema de hipotecas, as falhas e a ausência de supervisão adequada reflexo da mudança de um sistema no qual quem originava a hipoteca ficava com a hipoteca. Na verdade, com as inovações, a instituição que dá origem à hipoteca passa para frente esse ativo, isto é, distribui essas hipotecas, muitas vezes não mantém em sua carteira absolutamente nada em relação a essa emissão primária. Essa é a questão de origem e distribuição das hipotecas quando ocorrem falhas e, no entender do próprio relatório, ausência da supervisão federal.

Dentre as orientações indicadas nesse relatório está a criação de uma comissão federal para hipotecas, o *Mortgage Origination*

Commission, um órgão em nível federal que não existia e seria criado no curto prazo. Essa comissão deveria uniformizar as regras e os padrões para todos os estados da Federação porque a questão fundamental, nesse caso, é a divergência, a falta de uniformização de regras para os vários estados que fazem as próprias regras e, em alguns casos, nem as têm. Até então não havia uma orientação geral por parte da União.

Outra orientação importante é que a supervisão dessas regras continuaria sob responsabilidade do FED, o *Truth in Lending Law*¹⁰ de 1968 seria considerado adequado, desde que o sistema de hipotecas fosse centralizado e passasse a ser controlado pelo FED. Isso aumenta sobremaneira o poder de supervisão do FED, que incluiria não só as instituições de depósito, mas, também, os agentes independentes.

Há uma expressão para designar um sistema financeiro que foi sendo gestado, e desenvolvido, à sombra do sistema financeiro oficial, é o que se chama de *shadow financial system ou shadow banking system*¹¹, e boa parte dos problemas no sistema de hipotecas foi gerada pela ação desses “independentes”, na linguagem do relatório, pois emitiram um grande número dessas hipotecas consideradas *subprime*.

A última medida de curto prazo é a provisão para liquidez. A questão colocada é que o FED tem atuado efetivamente nessa crise de 2007/2008 – o relatório marca a partir de agosto de 2007 –, como prestamista em última instância para várias instituições que não fazem parte do sistema, portanto, esse é o problema. O FED tem respondido com rapidez, segundo o relatório do Tesouro, para prover liquidez em instituições que não fazem parte do sistema. A recomendação é ter critérios e, portanto, transparência nas condições de ajuda do FED. Essa medida seria mais uma justificativa da atuação do FED, dado que a necessidade da ajuda para as instituições que não fazem parte do sistema é algo recomendado pelo Tesouro.

A justificativa e a transparência de critério são consideradas absolutamente necessárias. Não se condena, evidentemente, o fato de o FED estar atuando ao longo crise no sentido de prover liquidez, de fazer o papel de prestamista de última instância, mesmo para instituições que não fazem parte do sistema. O grupo de estudo,

nesse caso, deveria também estudar as condições para incorporar todas as instituições financeiras no sistema do Federal Reserve.

Há ainda a questão de curto prazo em relação à fonte de recursos para financiar a habitação. O relatório traz que em 1933 foi criada a *Federal Savings Association*, uma associação criada para garantir fontes de financiamento para o sistema de habitação. Também em 1933 foi criado o *Office of Thrift Supervision*. O que se constata é que ao longo do tempo essa associação, que deveria financiar basicamente a habitação, passou a ter um escopo muito maior e foi perdendo importância como fonte de financiamento devido ao surgimento de agentes estatais, como *Fannie Mae* e *Fred Mac*, criadas especificamente para financiar bens imóveis, principalmente imóveis residenciais.

Além do mais a participação dos bancos comerciais e de um instrumento financeiro que foi desenvolvido no rol das inovações financeiras da década de 1980, o *Mortgage Backed Security*, foram fontes importante de financiamento, tornando completamente desnecessária a *Federal Savings Association* de 1933. Portanto, a recomendação é eliminar essa comissão e passar as questões que eram tratadas por esse organismo para o *Office of The Control of Accuracy*, que já existe. Nesse ponto, o relatório propõe um estudo para analisar o papel do *Federal Reserve Bank* dos estados em relação ao FED. Na verdade é tornar essa operação de nível federal porque tinha sido mantida como uma operação dentro do raio de ação dos estados.

No médio prazo, ainda, há uma recomendação em relação aos sistemas – isso mesmo, são sistemas e não sistema – de compensação de pagamentos. A questão colocada é que nos Estados Unidos existem vários sistemas de compensação de pagamentos – no relatório são citados alguns – portanto, seria necessário alterar esses sistemas porque foram surgindo *ad hoc* e não têm nenhuma padronização nem supervisão que seja considerada adequada pelo Tesouro. A proposta é padronizar a atuação dos sistemas de pagamento, colocar o Federal Reserve como autoridade para supervisionar os sistemas de pagamento, ou seja, uniformizá-los e tê-los sob a supervisão do FED.

No capítulo em relação a seguros – antes, quero lembrar que mesmo na reforma do presidente Roosevelt, esse segmento foi

mantido com a mesma autonomia que tinha até então, ou seja, a regulamentação desse sistema ficava a cargo dos estados com uma participação federal muito pequena – nada foi alterado na reforma bancária financeira. A constatação no documento feito pelo Tesouro é que o mercado de seguros mudou muito nos Estados Unidos e também do ponto de vista internacional, por essa razão sugerem a criação de uma regulamentação federal especial para a supervisão do mercado de seguros que incluía as seguradoras, as re-seguradoras, os agentes e todos os intermediários nesse mercado de seguros.

Sobre isso, o relatório sugere de um lado a criação do *Optimal Federal Insurance* e de o *Office of National Insurance*, para dar segurança tanto aos agentes quanto aos usuários. Seriam dois organismos novos somados a um terceiro organismo, o *Office of Insurance Oversight*, que seria ligado ao Tesouro e cuidaria da regulamentação internacional. O objetivo de manter a liderança dos Estados Unidos nos Mercados Financeiros Internacionais, inclusive nesse ramo da indústria que é dos seguros, está sempre muito claro.

Temos outro capítulo referente aos derivativos e às *securities* ou títulos. A questão que o Tesouro coloca é que hoje não faz mais sentido ter dois agentes que regulam de forma separada os derivativos e os títulos, pois na verdade, esses mercados, à medida que foram sendo desenvolvidos, se confundem, quer dizer, há áreas de sombra entre esses dois mercados. A proposta é fazer a fusão das comissões que regulam esses mercados, para tanto seria preciso fazer uma atualização das regras da SEC. A SEC continuaria a existir e a Comissão para Futuros seria extinta. Nesse conjunto de regras de curto prazo, bem como as medidas de médio e longo prazos, a análise é feita a partir da constatação de falhas do mercado e tem três objetivos principais: (1) a estabilidade do mercado para garantir a estabilidade da esfera financeira como um todo; (2) as regulamentações para garantir a segurança de atuação dos agentes financeiros na esfera financeira; e (3) o estabelecimento de um código de conduta para os agentes desse mercado, visando à proteção dos consumidores.

Em relação à estrutura de longo prazo há a proposta de se construir de uma “estrutura ótima”, mediante a criação de uma série de órgãos: *Federal Insurance Institution* (FII), *Federal Insurance Depository Institution*, *Federal Financial Service Provider* – sempre

se preocupando com ambas as partes do mercado –, e a *Prudential Financial Regulatory Agency* – que seria responsável tanto pelas seguradoras como os segurados –, além da criação de uma agência reguladora que estaria encarregada de elaborar um código de conduta dos negócios.

O FED deveria incorporar a totalidade do sistema financeiro com o objetivo de lidar melhor com o risco sistêmico, ainda que entendam essa é uma questão delicada, pois o mercado se altera com muita rapidez sendo essa uma dificuldade intrínseca para se conter o risco sistêmico.

Preparamos ainda um levantamento das principais características do *Glass-Steagall Act* de 1933 e sua superação. Evidentemente, não irei listá-las, quero apenas lembrar alguns fatos rapidamente sem entrar em detalhes. O *Glass-Steagall Act* foi alterado em 1980 e só no relatório do Tesouro já citado de 1984 essas alterações foram discutidas. O propósito dessas alterações era *flexibilizar* (expressão utilizada) a regulamentação do sistema financeiro americano de então. Em 1991, foi elaborado outro relatório pelo Tesouro bastante importante, pois norteou a derrocada do *Glass-Steagall Act* em 1999. Houve uma pressão muito grande para que se eliminasse definitivamente o *Glass-Steagall Act* em 1999, principalmente por causa da atuação de grandes grupos financeiros, dentre eles, o Citibank.

A base legal internacional para a criação da “estrutura ótima” de regulamentação proposta são os dois acordos da Basiléia, o de 1988 e o de 2004. Além disso, também são citados como modelos a serem observados o inglês, o australiano e o holandês.

O acordo de 1988 da Basiléia surgiu depois da crise da dívida de 1982 e foi muito importante no sentido tentar diminuir o risco de crédito, foco da crise da dívida de 1982. Aqui cabe um comentário, em 1988, os Mercados Financeiros Internacionais já tinham andado muito rapidamente no sentido da securitização e, portanto, o acordo da Basiléia I, que teve como foco reduzir o risco de crédito, em certo sentido, continha muitos elementos de desatualização devido às inovações financeiras em marcha.

O Acordo da Basiléia II, de 2004, seguiu muito mais o modelo de auto-regulação e tem os seguintes pilares: i) requerimento de capital mínimo e fortalecimento da estrutura de capitais das

instituições; ii) supervisão da adequação de capital com adoção das melhores práticas; iii) fortalecimento da disciplina de mercado e redução da assimetria de informação.

O modelo inglês conta com três instâncias de fiscalização – Banco Central, Ministério da Fazenda e uma Agência Nacional Reguladora de Serviços Financeiros. O australiano e o holandês, que também são citados no relatório, têm basicamente duas instituições responsáveis pela regulamentação do sistema financeiro – sendo que uma delas é diretamente responsável pela regulação das instituições financeiras relevantes e a outra visa dar maior proteção aos consumidores e é responsável pela boa condução dos negócios.

Feita essa breve apresentação do último relatório do Tesouro americano sobre mudanças regulatórias do sistema financeiro americano passo a palavra ao Prof. Luiz Antonio de Oliveira Lima.

Luiz Antonio de Oliveira Lima

Antes de começar, queria contar uma pequena história para ilustrar a minha posição. Nas décadas de 1930 ou 1940, Oswald de Andrade foi convidado para fazer uma conferência sobre Proust, de quem não tinha lido nada. Então, ligou para o Sérgio Millet, um intelectual da época, e contou seu problema. Sérgio Millet o convidou a passar em sua casa para discutirem o assunto por cerca de duas horas, mas o Oswald se recusou e disse que poderiam falar pelo telefone mesmo.

Quero dizer que não estou na posição do Oswald de Andrade, mas também não sou um especialista em sistema financeiro, portanto, eventualmente, os presentes podem complementar ou mesmo corrigir algumas coisas que venha a dizer.

Para dar início, falarei sobre o processo de desregulamentação financeira que começou no final da década de 1970 e início da de 1980. Antes desse período, havia uma regulamentação financeira caracterizada basicamente pelo seguinte: os bancos não podiam fazer empréstimos considerados de grande risco pelos reguladores, por exemplo, as SLC¹², só poderiam realizar financiamento de residência com garantia hipotecária. Outro aspecto da regulação existente era que os proprietários dos bancos estavam sujeitos a colocar parte do seu dinheiro, do próprio patrimônio, em risco; isso evitaria que fossem realizadas aventuras financeiras como posteriormente aconteceu. Ainda conforme essas regras, as instituições financeiras estavam impedidas de oferecer taxas de juro acima de determinado valor a seus depositantes. De acordo com a chamada *Regulation Q*¹³ havia vários tetos de taxas de juro para cada tipo de instituição financeira o que limitava a entrada de novos bancos e garantia a segurança dos existentes. Falando em linguagem econômica era como se a taxa de juros fosse uma barreira para a entrada de novos bancos e, com isso, se estabilizava o mercado bancário e o mercado financeiro. Finalmente, havia uma clara separação entre bancos comerciais e corretoras de investimento; estabelecida pelo já citado *Glass-Steagall Act*.

Essa era a regulamentação que, de certa forma, foi desorganizada – ou de acordo com outras opiniões, foi reorganizada – a partir do início da década de 1980. Desde então, boa parte dessa regulamentação prévia desapareceu ou foi modificada – por exemplo, as

empresas corretoras puderam se fundir com bancos e se transformaram em *supermercados* financeiros de múltiplas finalidades, como o Morgan Stanley, o JP Morgan Chase e outros que representam claramente esse tipo de fusão.

Uma das consequências mais conhecidas dessa desregulamentação foi o problema ocorrido no início da década de 1980, com as instituições de poupança e empréstimo, as chamadas SLC. Até aquele momento as SLC tinham seus tetos de captação definidos pela *Regulation Q*. A partir de outubro de 1979 começou a ocorrer uma crescente elevação da taxa de juro básica que levou a uma desintermediação financeira do sistema hipotecário. As SLC foram, então, autorizadas a flexibilizar as taxas de juro de captação. Acontece que grande parte das aplicações dessas instituições tinha sido feita à uma taxa de juros muito mais baixa e de longo prazo. Dessa maneira, houve um “descasamento” entre o ativo e o passivo dessas instituições. Foi nesse momento que se permitiu que fossem feitos pelas SLC outros tipos de aplicações inclusive as alto risco. Na época as aplicações de alto risco eram os chamados *junk bonds*¹⁴ e o resultado desse processo foi o previsível: crise das SLC.

Paul Krugman disse que as autoridades monetárias tinham duas alternativas no início do problema de descasamento entre ativo e passivo das SLC ocasionado pela política monetária restritiva do Volcker¹⁵: liquidação imediata pelo governo das instituições com problema ou a adoção da “solução de mercado”. Desse modo, quando as SLC estavam à beira da falência, a primeira alternativa seria o governo liquidar essas instituições de imediato. Segundo esse autor o custo dessas liquidações seria de US\$15 bilhões de dólares, já que os depósitos eram garantidos. Contudo, a opção foi deixar o “mercado funcionar” levando as SLC a fazer em aplicações de alto risco (compra de *junk bonds*). Mais tarde, quando essas aplicações de alto risco não alcançaram o resultado esperado, as SLC finalmente faliram e as autoridades financeiras tiveram um gasto de US\$150 bilhões de dólares.

Krugman observou ainda que devido a esse processo houve uma epidemia de *moral hazard* que acabou sendo financiada pelo contribuinte americano. De acordo com esse autor, o mercado poderia ter “funcionado”, caso se deixasse as primeiras instituições

de poupança e empréstimo falirem. As intervenções feitas à época assim como as que estão ocorrendo agora, não seguem, evidentemente, as chamadas leis de mercado.

A mencionada desregulamentação permitiu o surgimento de inovações financeiras que estão na base da instabilidade atual e permitiu a possibilidade de se realizar depósitos sensíveis à taxa de juro dos títulos federais, por exemplo, a criação das hipotecas com taxas de juro reajustáveis. Com a adoção, por Volcker, de uma política monetária restritiva para conter o processo inflacionário as taxas de juro começaram a subir acentuadamente, o que precipitou o descolamento das taxas de juros de longo prazo com as de curto prazo. As inovações financeiras, como as citadas hipotecas de taxas reajustáveis, levaram à situação periclitante a que chegou o sistema financeiro hoje, especialmente a das instituições que emitiram e transacionaram os títulos *subprime* para o financiamento de residências.

Em termos macroeconômicos, seriam essas as alterações institucionais que, eventualmente, foram a condição necessária, porém, não a suficiente, para que a crise atual fosse desencadeada.

O que exporei agora pode não ser novidade, mas é interessante relembrar. Talvez seja mais importante fazer uma análise das raízes da crise atual. O problema surgiu quando Greenspan¹⁶ percebeu que o programa do Presidente Clinton de alcançar um equilíbrio orçamentário e valorizar o dólar poderia levar a economia dos EUA a uma recessão. Na década de 1980 a economia americana cresceu baseada no crescente *déficit* público devido à política fiscal dos governos Reagan e Bush, que se por um lado, reduziu impostos, por outro aumentou gastos militares relacionados, por exemplo, a investimentos na indústria armamentícia. Greenspan percebeu que uma alternativa seria aumentar gastos privados por meio de aumento do endividamento tanto das famílias quanto das firmas. Dessa maneira, Greenspan viabilizou o chamado “keynesianismo do mercado de ações”. A idéia do “keynesianismo do mercado de ações” era estimular o crescimento da economia pelo efeito riqueza, ou seja, na medida em que se aumentasse o preço dos títulos e o preço dos ativos, os seus detentores se sentiriam mais ricos e passariam a gastar mais. Em outras palavras, seria um estímulo ao consumo, o que realmente aconteceu na década de 1990.

Como foi criado esse efeito de riqueza? A resposta é muito simples: uma política monetária frouxa, com taxas de juro reduzidas, entre 1995 e 1999. Essa política permitiu uma enorme elevação dos preços dos ativos, inicialmente das ações, o que favoreceu: (1) que os setores económicos tecnologicamente mais avançados se expandissem e, muito, mediante a emissão de ações; e (2) a utilização de ações valorizadas como colaterais para obter financiamentos.

As indústrias eletrônica, de informática, biotecnologia, e outras mantiveram um crescimento muito grande na época devido ao chamado efeito riqueza. As empresas dos setores económicos tecnologicamente mais avançados passaram a emitir mais e mais ações e ter garantias para realizar empréstimos colateralizados com essas ações. Na segunda metade da década de 1990, o investimento privado teve um aumento anual de 10% na economia americana; as famílias, como eram proprietárias de ações, ficaram motivadas com a elevação do preço desses ativos, o chamado *wealth effect*, a aumentarem seu consumo de tal maneira que, no mesmo período, a poupança familiar caiu de 8% para 0%. É nesse fenómeno que podemos localizar o primeiro impacto que o “keynesianismo do mercado de ações”, de certa forma pensado pelo presidente do FED, teve na economia americana.

Ocorre que, no final da década de 1990, o mercado de ações começou a cair, o que fez com que se colocasse o crescimento do setor residencial no lugar do mercado de ações, isso não só para puxar a economia, mas também para criar um novo efeito riqueza. Evidentemente, estou raciocinando *ex-post*, como economista, mas, certamente, Greenspan sabia que uma possibilidade de manter a economia crescendo era estimular o setor de construção residencial e, através dele, também criar um efeito riqueza com valorização do preço dos imóveis.

Como mencionado anteriormente, a desregulamentação ocorrida na década de 1980 já havia possibilitado a emissão de hipotecas com taxas reajustáveis e com a redução posterior das taxas de juro de longo prazo houve a possibilidade de se concretizar essa mudança do “efeito riqueza” das ações para os imóveis. Entre os anos de 2000 a 2003 a taxa de juros para hipotecas caiu 37% e o preço das residências elevou-se em 7%. Levando-se em

consideração a baixa taxa de inflação e que os preços dos imóveis já tinham se valorizado em torno 8% nos anos anteriores, na realidade, houve um aumento de 12% a 13% do preço das residências em menos de dez anos. Esse fenômeno é chamado de “inflação de ativos”, no caso, residenciais.

No período entre 2000 a 2003, as famílias, por se julgarem mais ricas – pois detinham ativos valorizados –, aumentaram seu grau de endividamento. Para se ter uma idéia, o endividamento do setor privado não financeiro alcançou 70% sendo que 85% desse valor era constituído de financiamentos hipotecários. A elevação dos preços dos ativos e a redução das taxas de juro explicam, portanto, a especulação com imóveis residenciais. Temos aí outro aspecto do consumo que pode ser associado ao “keynesianismo”, dessa vez não mais relacionada ao mercado de ações e sim ao mercado imobiliário.

A partir do momento em que o FED, com Bernanke, sucessor de Greenspan, começou a elevar a taxa de juro básica, elevando-se a taxa de juro de longo prazo, é possível entender-se o princípio da atual crise. Para se ter uma idéia do volume de recursos envolvidos nesse processo, calcula-se que entre 2000 e 2003, o financiamento da construção residencial tenha contribuído com dois terços do crescimento da economia americana. Se não tivesse havido a expansão do setor residencial, a economia americana teria crescido muito menos. É interessante ver como o impacto do setor residencial foi determinante para o crescimento da economia americana.

Evidentemente, Greenspan estava certo ao perceber que se de um lado havia a redução do gasto público, do outro havia um aumento do gasto privado como uma forma de compensação. E, realmente, conseguiu-se que a economia americana crescesse – e com inflação baixa, porque estavam presentes também o progresso tecnológico, o preço das *commodities* em baixa e taxas juros reais baixas.

Gostaria de chamar a atenção para uma forma de financiamento, chamada de finanças Ponzi, que foi utilizada pelos detentores de ativos, especialmente residenciais. Um economista americano keynesiano, pouco citado pela ortodoxia, Hyman Minsky estabeleceu uma tipologia de financiamentos. Enfatizo minha afirmação de

que a teoria de Minsky, mesmo quando utilizada, não costuma ser citada pelos ortodoxos, lembrando que um professor da FGV – do Rio de Janeiro – em número recente da Revista de Economia Política, escreveu um artigo utilizando a categoria *Ponzi* sem citar Minsky. Imagino que as motivações dos ortodoxos em não citar Minsky venham da recusa em se recorrer a um economista considerado bastante heterodoxo, um keynesiano quase fundamentalista. No entanto, os ortodoxos não se privam de recorrer a conceitos formulados por Minsky.

Um pequeno artigo do ano passado da revista *Economist* mostrou o tipo de financiamento em prática no mercado americano, embora houvesse apenas alguns prenúncios de crise do sistema imobiliário. Segundo Minsky, em uma economia capitalista há três tipos de financiamento: o garantido, o especulativo e o *Ponzi*. O garantido permite que as pessoas que obtiveram o financiamento na compra de um ativo paguem a taxa de juro e o principal com as receitas previstas. O especulativo é aquele financiamento no qual o indivíduo que o contraiu pode pagar os juros com suas receitas, mas é obrigado a refinarçar o principal, com uma eventual taxa de juro mais baixa. O *Ponzi* é o financiamento que não permite que o indivíduo pague nem o principal, nem os juros a partir de suas receitas. Assim, o tomador de recursos só poderá vir a pagar a sua dívida caso ocorra uma elevação do preço dos ativos.

No sistema residencial americano ocorreu um caso típico de financiamento *Ponzi* em que as pessoas iam contraindo dívidas na expectativa de que os preços dos ativos se elevassem indefinidamente e, então, através da realização da venda/compra de outros ativos esses financiamentos poderiam ser pagos.

Os *subprimes* eram os empréstimos concedidos pelos bancos aos agentes econômicos que faziam financiamento *Ponzi*. Uma vez concedidos em larga escala, esses empréstimos do tipo Ponzi colocaram a estabilidade do sistema financeiro americano e mundial em grave risco. Em virtude da estreita ligação dos vários segmentos do mercado financeiro americano entre si, consequência do processo de desregulamentação, e da interdependência entre os vários mercados financeiros mundiais, devido ao processo de globalização, a inadimplência em um segmento do mercado financeiro americano acabou contaminando toda a estrutura financeira global.

Para superar a atual crise, as autoridades americanas e de inúmeros outros países são obrigadas, agora, a ter um dispêndio enorme. Provavelmente, a reação do contribuinte reforçará a possibilidade de uma reforma do sistema financeiro radical e objetiva.

DEBATE

Pergunta da audiência

Prof. Luiz Antonio [de Oliveira Lima], quem foi Ponzi?

Luiz Antonio de Oliveira Lima

Um financista italiano que introduziu esse tipo de financiamento em Boston e como era de se prever, teve de fugir. Para a fuga, escolheu o Brasil e morreu, aqui, em 1940.

Essa decisão do Ponzi deve ter dado origem àquilo que sempre assistimos nos filmes americanos: o sujeito comete um crime e, para se safar diz para a mocinha: “Querida, não se preocupe, já comprei passagem para o Rio de Janeiro, vamos fugir, vamos para o Brasil”.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua

Se me permite um aparte, o Prof. Alkimar [Ribeiro Moura] lembrou que o problema de centrar a atenção nos grandes operadores deixa de lado os vários agentes financeiros de menor porte. Essa proposta de regulamentação sugere o seguinte: quem originou o crédito deve mantê-lo em carteira, ao menos parte do montante total de hipotecas. Pois, até a crise, a instituição criava crédito e passava a distribuir grandes pacotes de hipotecas em cadeia e, portanto, geraram a possibilidade da atuação desses agentes de menor porte. O sistema de multi-hipotecas – um mesmo ativo real dado em garantia várias vezes – é que possibilitou às famílias americanas transformarem a própria casa em uma ATM, ou seja, uma máquina de tirar dinheiro. Típico financiamento *Ponzi*.

Luiz Antonio de Oliveira Lima

E você acha que uma regulamentação tem de limitar esse tipo de ação dos agentes financeiros?

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Pelo que li na proposta, limitará. A idéia é limitar mesmo.

Penso que a revogação do *Glass-Steagal Act* em 1999 foi o ápice de um processo que teve início, como foi mencionado, em meados da década de 1970, mas que ganhou fôlego verdadeiramente a partir da eleição do Reagan, em 1980. Desde então, a idéia prevalecente

era a da flexibilização, ou seja, abandono de regras mais rígidas inibidoras do processo de inovação financeira.

Um ponto importante que o Prof. Luiz Antonio [de Oliveira Lima] levantou foi que uma parte de legislação que existia não estava mais sendo levada em consideração. Hoje, antes mesmo de a reforma que está agora no Congresso ter sido aprovada, os agentes financeiros americanos já estão se queixando de um excesso de supervisão porque, na verdade, é fazer valer aquilo que já existe, aquilo nem sequer foi revogado.

Pergunta da audiência

As autoridades governamentais ao resgatarem as instituições financeiras da falência não estariam estimulando o *moral hazard*?

Luiz Antonio de Oliveira Lima

Bem, penso que não existe a idéia de “estimular o *moral hazard*”. Li um artigo de Paul Samuelson, economista americano, em que Samuelson dizia que FED tem mesmo que intervir para evitar seqüência de falências no sistema financeiro e que os bancos privados foram criados em um sistema onde a autoridade monetária (Banco Central) é o prestamista em última instância ou fornecedor do último recurso.

Um filósofo alemão do século 19 já dizia que temos que proteger o capital dos capitalistas [...] Mas, para complementar a resposta, penso que, às vezes, esse espanto decorre do fato de interpretarmos o capitalismo como sendo caracterizado por mercados eficientes. Não há nada de estranho no fato de o Federal Reserve fazer esse tipo de intervenção. Como o próprio Samuelson diz, “os bancos centrais foram criados como fornecedores do último recurso”, e capitalismo é isso, é a acumulação de capital e, não, alocação de recursos da forma mais eficiente e outras coisas do gênero que geralmente se ensina nas escolas de Economia.

Pergunta da audiência

Gostaria de entender melhor o processo de securitização.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Em 1982 houve uma crise muito grave que envolveu os bancos

internacionalizados e alguns países em desenvolvimento: a chamada crise da dívida. Os grandes bancos americanos estavam com posições muito comprometidas porque uma parte significativa dos créditos concedidos era para esses países em desenvolvimento altamente endividados. As operações de securitização começaram movidas pela necessidade de os bancos saírem de operações de empréstimo, limpando seus balanços de créditos podres. O que explica a reestruturação da dívida brasileira, mexicana, dos países do leste europeu, foi o processo de securitização e a criação de um mercado secundário para troca de posições. Os bancos trocavam os antigos créditos, já transformados títulos no mercado secundário de acordo com a percepção da evolução futura das economias em crise. Um agente apostava no México, outro preferia o Brasil ou países do leste europeu e mediante trocas no mercado secundário foi possível resolver um problema bastante grave dos bancos que estavam muito envolvidos com os grandes devedores.

A crise da dívida de 1982, a meu ver, foi um dos elementos para se entender a desregulamentação. Por outro lado, a securitização teve a possibilidade de ir avante porque também contou com uma base de títulos da dívida pública americana em expansão. Esses fundos que surgiram puderam compor carteiras com títulos de risco zero, ou seja, títulos do Tesouro americano. O próprio modelo dos mercados eficientes tem uma hipótese essencial, que é ter um título de risco zero, caso contrário não há como estimar o risco dos demais títulos. A existência de uma ampla base de títulos do governo americano dava a possibilidade de empresas privadas, inclusive, pequenas e médias colocarem seus títulos no mercado. Com isso abriu-se um novo espaço de obtenção de crédito; os chamados *junk bonds* eram de empresas menores que foram abrindo capital justamente dada uma grande euforia no mercado de títulos na década de 1980.

Há também a questão da concorrência internacional, sem dúvida nenhuma o sistema financeiro americano era completamente inadequado para o ritmo das finanças internacionais da década de 1970 e depois, evidentemente, na década de 1980 teve de ser alterado. Os bancos americanos que operavam fora dos Estados Unidos, que construíram a maior parte dessas operações

financeiras fantásticas, que criaram o chamado Euromercado são muito criativos, não há a menor dúvida.

Resumindo, a desregulamentação teve vários aspectos, mas um dos mais importantes foi a necessidade de se resolver o problema dos grandes bancos em relação às dívidas dos países em desenvolvimento.

Intervenção da platéia

Tenho a sensação de que essa consolidação regulatória nos EUA faz mais sentido porque se os bancos tornaram-se nacionais a regulamentação deve acompanhar esse movimento e deixar de ser estadual.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

É, mas a briga não será pequena porque será preciso abrir mão de muita autonomia. Só em um momento de crise isso é possível. É preciso lembrar que a reforma bancária-financeira do Roosevelt que estamos mencionando surgiu no contexto do *crash* de 1929 e suas conseqüências. Roosevelt assumiu em um domingo e na segunda-feira havia um *lock-out* de banqueiros exigindo que as autoridades federais tomassem iniciativas que garantissem o fim das corridas bancárias e restabelecessem a confiança no sistema financeiro americano. Apenas em um momento de crise e de desespero é que se aceita uma regulamentação tão rígida quanto o *Glass-Steagall Act*, por exemplo.

Estamos avançando em nosso horário e, por essa razão, gostaria de verificar se há ainda alguma pergunta.

Pergunta da audiência

Prof. Maria Lúcia [Mantovanini Pádua Lima], você acha que a crise é assim tão grande mesmo? Tem gente boa que diz que não.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Parto do princípio de que ainda não há condições para se avaliar a dimensão exata dessa crise que está em andamento desde o ano passado. Não é possível sequer saber se o pior ainda está por vir. Dependerá da atuação das autoridades americanas, da capacidade de realizar diagnósticos mais precisos e a tempo, além de tomar

decisões difíceis que contrariam a arraigada noção de “eficiência dos mercados”. De qualquer forma, acredito que seja uma crise bastante séria. Comparada com as que pude estudar, é muito mais séria que a de 1987 e se equipara à gravidade da crise de 1929.

Penso que a gravidade decorre do fato das autoridades monetárias e os agentes privados terem perdido o controle dos desdobramentos desse processo das inovações. Não se sabe o que se tem de *podre* nos ativos ou nas carteiras e, tampouco, a extensão da rede afetada. Essa é a questão mais aflitiva. O próprio Federal Reserve dá muitas pistas de que também não sabe precisar exatamente a dimensão do problema, inclusive o envolvimento de inúmeros agentes ao redor do mundo. Não vamos esquecer que a chamada globalização ocorreu devido à interdependência dos vários mercados financeiros sob a liderança dos EUA. Se o epicentro do problema é nos EUA, não é preciso dizer mais nada em relação à gravidade dessa crise.

Em nome da DIREITO GV, agradeço os Prof. Luiz Antonio de Oliveira Lima, Prof. Alkimar Ribeiro Moura, e demais presentes. Obrigada a todos e até nosso próximo evento a respeito da Crise Financeira Internacional. Como disse a pouco, infelizmente, penso que teremos ainda muito assunto a esse respeito.

REGULAÇÃO E AUTO-REGULAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO BRASILEIRO

Palestrantes: Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima
e Alkimar Ribeiro Moura¹⁷

PALESTRAS

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Em nome da DIREITO GV, agradeço a presença de todos e, especialmente; Dr. José Eduardo Carneiro Queiroz¹⁸; Dr. Luiz Eduardo Martins Ferreira¹⁹; e Prof. Alkimar Ribeiro Moura que irá discutir a auto-regulação no mercado de capitais brasileiro. Para dar início a esse encontro farei uma breve introdução sobre o mercado de capitais no Brasil.

Como se sabe, a economia brasileira tem apresentado um desempenho bastante positivo nos últimos quatro anos. Entre 2004 e 2008 a taxa média de crescimento deverá se situar em torno de 5% ao ano garantindo a continuidade da redução na relação dívida pública/PIB. Além do mais, o presente crescimento econômico tem ocorrido em uma situação de baixa vulnerabilidade externa e estabilidade dos preços internos. A forma de se manter um desempenho favorável da economia brasileira nos próximos anos deverá se basear em um aumento expressivo na formação bruta de capital.

Parte substancial dos investimentos necessários para manter um ritmo de crescimento sustentável deverá vir do setor privado, como tem ocorrido nos últimos anos. Evidentemente, esses investimentos privados só ocorrerão caso sejam garantidas condições adequadas de financiamento.

No momento, os obstáculos para a manutenção de taxas expressivas de investimento privado continuam a ser as altas taxas de juros do mercado brasileiro e as incertezas em relação ao desdobramento da crise financeira do setor imobiliário nos EUA. Por outro lado, os avanços expressivos no mercado de capitais no Brasil e a participação ativa do BNDES fundamentam as expectativas otimistas em relação à manutenção de um ciclo longo de crescimento da economia brasileira.

Nessa apresentação iremos destacar os principais elementos que garantem o avanço do Mercado de Capitais no Brasil e,

conseqüentemente a possibilidade de financiamentos mais apropriados para os investimentos privados.

Iremos tratar dos seguintes tópicos relativos a esse avanço do Mercado de Capitais no Brasil:

- aperfeiçoamento do mercado de capitais;
- modernização da regulamentação e capilaridade; e
- participação ativa do BNDES.

De uma maneira geral, a forte expansão do crédito no Brasil tem tido um papel fundamental no crescimento da economia nos últimos anos. O volume de crédito ao setor privado, como proporção do PIB passou de 22,8% em 2004 para 34,2% em 2007. O interessante desse período é que o crédito obtido por meio do mercado de capitais teve também um crescimento bastante expressivo, baseado na captação de recursos tanto internos quanto externos. A maior utilização do mercado de capitais tem levado também ao aprimoramento do processo de gestão das empresas que consideram cada vez mais o mercado de capitais para financiamento de seus investimentos.

Sem dúvida nenhuma, a modernização recente do mercado de capitais e, conseqüente capilaridade, pode ser atribuída à atuação eficiente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e das entidades auto-reguladoras, como ANBID (Associação Nacional dos Bancos de Investimento), ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro) e Nova Bolsa.

Neste sentido, a CVM tem como principal objetivo de assegurar um ambiente adequado e eficiente de negócios, isto é, protegendo investidores, administradores e acionistas de práticas nocivas presentes no mercado.

Em relação às entidades auto-reguladoras cabe destacar os papéis da ANDIMA, ANBID e Nova Bolsa. Assim, a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) criou em 1991 o Primeiro Código de Ética com o objetivo de disciplinar a conduta dos profissionais do setor financeiro. Em 1999, foi instituído o Código Operacional de Mercado para a disciplina de práticas e procedimentos na realização de operações de renda fixa. Em 2002 os Princípios de auto-regulação foram estendidos aos

demais segmentos do mercado. A atuação da ANDIMA é importante para promover o desenvolvimento do mercado secundário de títulos de renda fixa.

A Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) representa as instituições que atuam no mercado de capitais brasileiro, por meio da auto-regulação das atividades dos associados. Além disso, as instituições não-associadas podem solicitar adesão. Desde 2005 a ANBID integra a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)²⁰.

A ANBID possui seis Códigos de Auto-Regulação, que foram criados a partir de 1998. O primeiro foi o código para Ofertas Públicas para Distribuição e Aquisições de Valores Mobiliários; dois anos depois, em 2000, foi criado o código para os Fundos de Investimento. Mais tarde, em 2002, foi instituído o Programa de Certificação Continuada; em 2004, o código para Custódia Qualificada; em 2006, o código para Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais e *Private Banking*, que incorporou o código de Custódia Qualificada e inclui o capítulo de Controladoria; e finalmente em 2008 o Código de Processos.

A Nova Bolsa, resultado da integração entre a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) e a BM&F (Bolsa de Mercadorias & Futuros) deverá ser a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado, é um novo mercado com critérios de listagem mais rígidos e adesão das empresas a práticas de governança corporativa.

Desde sua criação no início da década de cinquenta, o BNDES tem tido um papel muito importante no financiamento do investimento privado. O interessante de se notar é que no presente ciclo de crescimento a participação do banco na concessão de crédito para o setor privado diminuiu, ainda que os desembolsos do banco tenham tido uma taxa real de aumento em torno de 17% ao ano. Essa menor participação relativa do BNDES na concessão de crédito para o setor privado deve-se ao fato do crescimento de outras fontes de financiamento, principalmente à dinamização do mercado de capitais. Por outro lado, é inegável a importância do BNDES em estimular a boa governança das empresas (operações no Novo Mercado); atrair pequeno investidor; fomentar a Indústria de Fundos Fechados e pequenas e médias empresas inovadoras. Esse duplo papel do BNDES, de instituição de financiamento direto dos

investimentos privados e fomentador do mercado de capitais do País, é reconhecidamente de suma importância para a manutenção dos investimentos no Brasil.

Nas palavras do presidente do BNDES, Luciano Coutinho, “O BNDES deverá manter uma agenda mais imaginativa de estímulo ao mercado de capitais, via Fundos de Direito Creditórios (Fdics) e mecanismos de securitização” (17.06.2008).

Concluindo esta breve exposição, é importante ressaltar que o principal objetivo da regulamentação e auto-regulamentação do sistema financeiro é proporcionar à economia brasileira a manutenção e bom funcionamento de Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros e de Previdência adequados para a viabilização de um crescimento econômico sustentável.

A seguir passo a palavra ao Prof. Alkimar [Ribeiro] Moura que irá discutir a questão da auto-regulação do mercado de capitais do Brasil.

Alkimar Ribeiro Moura

Gostaria de agradecer o convite para discutir o tema da auto-regulação do mercado de capitais do Brasil. Irei apresentar um organograma e os principais tópicos que regem o funcionamento da Bovespa Supervisão de Mercado. Essa é a entidade que, de acordo com as regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tem o mandato de promover a auto-regulação no mercado de capitais do Brasil.

Antes, farei breves considerações sobre o modelo de auto-regulação instituído pela instrução nº 461 da CVM e o modelo de regulação do Grupo Bovespa, que é um pouco diferente, mas, em certo sentido, já teve aprovação da CVM.

Em poucas palavras, a auto-regulação é uma regulação “para dentro”, ou seja, uma regulação das agências de mercado em relação às suas próprias condutas. O fato de que o regulador é indicado pelos próprios regulados pode, eventualmente, ser uma fonte potencial de conflitos de interesse entre regulador e regulados.

A auto-regulação é eficiente caso diminua e mitigue esses conflitos de interesse. Gostaria de chamar a atenção para a “condição de eficiência” da regulação; ao mesmo tempo em que não pode impedir o surgimento de inovações financeiras que promovam o desenvolvimento do mercado, ou seja, de ser amigável ao mercado – “*market friendly*”, deve cumprir seu papel de inibidor de condutas consideradas inadequadas.

Resumidamente, a regulação tem o estigma de carregar conflitos de interesses inatos entre regulador e regulado, e, portanto, só será eficiente se minimizar esse conflito de interesses e não impedir o surgimento das inovações financeiras que o mercado cria ao longo do tempo.

O modelo de auto-regulação sugerido pela CVM, na instrução nº461, supõe que existam duas bases nesse órgão: o órgão de auto-regulação tem um Conselho de Administração, constituído por membros independentes, e um Departamento de Auto-regulação. Este, por sua vez, tem um gestor – um executivo que é o diretor de auto-regulação – e um Conselho de Supervisão. Esse Conselho de Supervisão ou Conselho de Auto-regulação é constituído por membros independentes. Dessa forma, a CVM sugere um modelo que separa a administração da empresa, que é função do Conselho

de Administração, da supervisão e auto-regulação, que é feita pelo diretor e membros do Conselho de Supervisão.

A BM&F-BOVESPA Supervisão de Mercados (BSM)²¹ é constituída por dois sócios principais, a Bolsa de Valores de São Paulo (BVSP) e a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). Juntos, detêm 50% do capital da empresa. Outra característica importante é que é uma entidade sem fins lucrativos, ou seja, a auto-regulação não deve gerar resultados para a empresa, no caso, para a Bovespa Holding.

Concebida como empresa sem fins lucrativos, a BSM tem como sócios principais a BVSP e a CBLC, e é constituída por um Conselho de Administração e um Conselho de Supervisão. O primeiro indica o diretor de Auto-regulação e, também, tem sob sua responsabilidade três importantes gerências: a Gerência de Acompanhamento de Mercado, a Gerência de Auditoria e a Gerência Jurídica das corretoras. Vejamos a competência de cada uma.

A Gerência de Acompanhamento de Mercado faz o monitoramento das transações do mercado de valores mobiliários, basicamente, o mercado da Bovespa, tentando identificar procedimentos ou comportamentos de agentes, empresas ou investidores que sinalizem qualquer conduta pouco adequada ao mercado.

A Gerência de Auditoria tem a responsabilidade de fazer auditorias operacionais nas corretoras. Eventualmente, a pedido das outras duas gerências (Jurídica ou de Acompanhamento de Mercado), pode fazer levantamentos específicos para informar processos administrativos, os quais são analisados e instruídos pelo próprio diretor de Auto-regulação.

Finalmente, a Gerência Jurídica dá apoio jurídico ao diretor de Auto-regulação, à própria empresa e aos membros do Conselho de Supervisão. De posse de informações originárias seja da área de Auditoria, seja da área de Acompanhamento de Mercado, a Gerência Jurídica prepara pareceres jurídicos, instruindo processos, propondo sanções ou o arquivamento de processos. Esses processos podem ser definidos pelo próprio diretor de Auto-regulação, mas são encaminhados ao Conselho de Supervisão quando implicam na utilização de mecanismos de ressarcimento de prejuízos.

A BSM está segregada. Na verdade, seu modelo é muito mais rígido que o sugerido pela instrução nº 461. Vejamos por quê.

No caso da Bovespa, criou-se uma pessoa jurídica com autonomia econômica e financeira dos seus dois sócios – a BVSP e a CBLC –, pois ambos fizeram dotações iniciais de patrimônio que garantem essa independência econômica para a empresa. Isso significa que a empresa BSM tem autonomia administrativa, financeira e orçamentária em relação aos seus controladores. Com essa autonomia, os conflitos de interesses entre regulados e reguladores, que mencionei no início, ficam reduzidos. A BSM, como organismo sem fins lucrativos, tem um tratamento fiscal diferenciado. Além disso, o Conselho de Administração e o diretor de Auto-regulação têm mandatos fixos e a maioria dos conselheiros é independente em relação às controladoras.

Hoje, o patrimônio da BSM, constituído inicialmente pela Bovespa e pela CBLC, tem uma fonte de recursos correntes – a taxa de administração e o mecanismo de ressarcimento de prejuízos – sobre os quais falarei mais adiante –, as contribuições eventuais dos próprios acionistas e, eventualmente, as multas aplicadas aos infratores ou decorrentes do seu processo normal de supervisão.

Neste ponto, aproveito para explicar como funciona o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP),²² o qual foi criado pela BSM para substituir o antigo Fundo de Garantia da Bovespa, que era um mecanismo de ressarcimento de prejuízos na época em que a Bolsa era uma instituição mutualizada. O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, o antigo Fundo de Garantia, constitui uma fonte de recursos que permite que a BSM indenizar clientes de corretoras e agentes de mercado que, eventualmente, se sintam prejudicados pela atuação de alguma corretora no processo de compra e venda de títulos e ações.

Atualmente, o MRP está mudado e tem uma limitação estabelecida pela CVM. Hoje, o limite máximo de ressarcimento é de R\$ 60 mil, o mesmo valor de ressarcimento assegurado pelo Fundo Garantidor de Créditos dos bancos. Dessa forma, há uma equalização de valores a serem ressarcidos aos clientes, tanto do sistema bancário como do sistema de intermediação de negócios, de valores mobiliários. Além disso, esses R\$ 60 mil são definidos por ocorrência. Nesse caso, cada cliente que teve um suposto prejuízo (ocorrência) ocasionado por uma inexecução de ordens, ou execução infiel de ordens, ou qualquer outro evento que possa dar lugar

a esse ressarcimento, pode recorrer ao Mecanismo de Ressarcimento, para solicitar uma indenização no valor de R\$ 60 mil.

Vejamos como funcionam os julgamentos dos processos de indenização do MRP. O Conselho de Supervisão é dividido em turmas e cada turma tem três membros, um dos quais é o relator. Os processos que entram na BSM solicitando o ressarcimento de prejuízo são alocados às turmas e estas indicam um relator, o qual faz seu relatório usando como peças documentos gerados pela Auditoria ou pela Gerência Jurídica. A partir dessas peças, instrui-se o processo e o relator faz o seu voto, o qual é submetido à turma, e esta toma a decisão. A decisão da turma é comunicada ao investidor. A primeira instância do julgamento segue esse curso.

Se tivermos um reclamante que é investidor e uma reclamada que é corretora, ambos podem recorrer em segunda instância, ao chamado Pleno do Conselho. Nesse caso, o Conselho como um todo julgará a demanda. Tanto o investidor como a corretora – casos se sintam prejudicados pela decisão ou considerem que a turma não obedeceu aos rituais –, podem recorrer ao Pleno do Conselho, que se reunirá extraordinariamente para julgar recursos provindos tanto de investidores como de corretoras.

No caso da corretora, o Pleno é a instância final. A corretora não poderá recorrer, em última instância, à CVM. A decisão do Pleno é final.

No caso do investidor, se ele sentir que nem a decisão da turma, nem o julgamento do Pleno Conselho o atenderam, ainda lhe resta a terceira e última instância, sob o ponto de vista administrativo, que é sua possibilidade de recorrer à CVM.

Basicamente, esse é o ritual de julgamento dos processos do MRP, que são efetuados pelo Conselho de Supervisão da BSM. Além de julgar processos do MRP, o Conselho de Supervisão também pode julgar casos de infrações das normas regulamentares da Bovespa ou da CVM, ou do mercado de capitais como um todo. Neste caso, não é uma situação de ressarcimento, mas, sim de aplicação de penalidade, a qual pode variar de grau. Uma das possibilidades de apenar corretoras ou agentes de mercado é elaborar termos de compromisso. Vejamos como funciona: configurada uma atitude ou conduta inadequada da instituição sob julgamento em relação ao mercado – quais sejam normas da Bovespa ou do

mercado –, que poderia gerar multa ou penalidade um pouco mais duras, a primeira poderá sugerir um termo de compromisso pelo qual se compromete, mediante um pagamento monetário ou financeiro, a mudar sua prática e obedecer as normas de conduta que são adequadas ao funcionamento de mercado.

A BSM também tem autoridade para impor penalidades aos agentes do mercado, sejam corretoras ou operadores. Nesse sentido, a BSM contribui para que o mercado funcione melhor, evitando comportamentos inadequados, anticompetitivos ou antiéticos.

É oportuno falar sobre o papel do diretor de Auto-regulação, o mais importante executivo da BSM, nessa estrutura. Dentre as principais competências do diretor de Auto-regulação, destacaria a função de dirigir os trabalhos da BSM. Esse diretor deve apresentar ao Conselho de Administração os vários relatórios – sobre as atividades da organização e os da Auditoria e da Gerência de Acompanhamento de Mercado –, que, obrigatoriamente, são enviados mensalmente à CVM. Além disso, determina a instauração de sindicâncias e inquéritos de processos administrativos; dispõe sobre a aplicação de penalidades aos agentes sujeitos à supervisão e fiscalização da BSM, que são as corretoras e operadores. O diretor de Auto-Regulação pode propor à Bovespa o cancelamento de negócios e pode propor à CBLC a suspensão de liquidação de operação realizada na Bovespa.

Cabe lembrar outra característica importante da BSM que não mencionei; como a Bolsa abriu seu capital e passou de uma instituição mutualizada para uma desmutualizada, as transações da Bovespa, como empresa cotada na própria Bolsa, são também fiscalizadas pela BSM. Portanto, a BSM tem a incumbência de fiscalizar todas as transações com as ações da Bovespa, incluindo transações em que as corretoras são participantes e aquelas nas quais as corretoras não são participantes. Isso significa que a BSM tem de cuidar com muita atenção das operações das ações da Bovespa que, ao mesmo tempo, é a sua controladora.

Isso implica em uma grande responsabilidade, tanto por parte da BSM como da Bovespa, porque esta, por ser uma empresa-modelo e uma empresa que precisa obedecer rigorosamente a todas as normas, normativas e regulamentos, deve ter um comportamento rigorosamente inatacável. Na verdade, a Bovespa pode ser

considerada uma empresa paradigmática no mercado, porque tem dentro da própria organização um órgão de auto-regulação com poder, dado pela CVM, de regular, fiscalizar e supervisionar as próprias operações.

Após a fusão da BM&F com a Bovespa, o que mudou foi que o escopo de atuação, supervisão e auto-regulação da BSM ampliou-se. Até a fusão, a BSM atuava apenas em mercados de ações, e, posteriormente passou a controlar o mercado *spot*,²³ os mercados de futuros, de opções e ações, e de derivativos. Ou seja, a BSM supervisiona o conjunto de corretoras de valores e as corretoras de mercadorias e, os ativos como as ações, as opções, os futuros e, também, os mercados de derivativos, de câmbio, de juros e de *commodities*. Houve uma ampliação do escopo de atuação da BSM em número de agentes e número de produtos a serem supervisionados e auto-regulados.

Em consequência, a estrutura mudou. Havia onze membros no Conselho de Supervisão e hoje são sete. O diretor de Auto-regulação passa a ser um membro com voz, mas não com voto, no Conselho de Supervisão.

Essas são as mudanças que ocorreram no sistema de auto-regulação do Brasil, após a fusão da Bovespa com a BM&F. A BSM passou a ser propriedade da Bovespa/BM&F e da CBLC, mas ainda não houve a integralização do capital da BM&F. Por essa razão, a BSM continua sendo financiada pelo capital inicial que veio da CBLC e da Bovespa de São Paulo. Considero que isso é uma questão de tempo: com as novas responsabilidades assumidas pela BSM nesse novo mercado, é de se esperar que a BM&F também aporte recursos à empresa.

Finalmente, é importante lembrar que a BSM começou a funcionar em outubro de 2007, exatamente no mesmo período em que a CVM editou a instrução nº 461, portanto, já tem uma história. Os vários processos, julgamentos, decisões, em certo sentido, têm mostrado que o mercado sente um poder de auto-regulação mais firme. Pode parecer cedo para afirmar isso, mas acredito que a história do mercado de capitais do Brasil mudou um pouco a partir da BSM. Os investidores e corretoras, tanto de mercadorias como de ações, já percebem que existe um organismo de fiscalização mais atuante, no sentido de garantir que o mercado opere dentro de normas de

competição e de eficiência. A BSM contribuiu para melhorar o ambiente institucional no mercado de capitais brasileiro.

DEBATE

Pergunta da audiência

Qual é a sua conclusão em relação à possibilidade de auto-regulação do mercado financeiro, no Brasil?

Alkimar Ribeiro Moura

Se o modelo de auto-regulação for bem formulado, se forem obedecidas algumas características de independência operacional, administrativa e financeira do órgão auto-regelador, se houver uma constituição de um órgão de supervisão, em que a maioria de seus membros seja independente e tenha liberdade e autonomia para julgar os processos, sem nenhuma interferência extra ou externa, penso que temos condição de criar um modelo de auto-regulação que funcione no Brasil e que, também, possa constituir um exemplo para outros países.

Pergunta da audiência

Com a criação da BSM, houve um avanço do ponto de vista de práticas mais adequadas no mercado de capitais?

Alkimar Ribeiro Moura

Houve avanço, educação e conscientização da presença dessa instituição. Os próprios investidores perceberam isso. O site da BSM recebe visitas frequentes, tanto de corretoras como de investidores. Isso demonstra que a instituição é conhecida e que foi disseminada a idéia de que sua presença e atuação fortalecem o mercado de capitais brasileiro.

Outro ponto importante é que a BSM tem sido prestigiado pela CVM no sentido de que suas decisões nos processos administrativos têm sido acolhidas por aquele órgão, o que revela o fortalecimento da instituição perante o órgão regulamentador oficial.

Para concluir, gostaria de dizer que a experiência da auto-regulação, mesmo nova, é positiva; embora precise ser aprimorada existem condições para que ocorra esse aperfeiçoamento. Com o fortalecimento do mecanismo de auto-regulação, a CVM pode vir a assumir atividades mais nobres e mais importantes, como, por

exemplo, criar condições institucionais para que o mercado de capitais brasileiro se desenvolva cada vez mais.

ENTREVISTA

Em fevereiro de 2009, Alkimar Ribeiro Moura, gentilmente, concedeu entrevista a Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua com o intuito de atualizar a análise feita anteriormente.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua

Como tem se portado o mercado de capitais brasileiro diante da crise atual? Até o momento, a auto-regulação tem sido eficiente para evitar eventuais abusos?

Alkimar Ribeiro Moura

Uma coisa está clara: como 2007 foi um ano absolutamente maravilhoso para os mercados de ações e de valores como um todo, houve uma entrada muito expressiva de novos investidores. A instabilidade que ocorreu a partir do segundo semestre de 2008, obviamente, afetou os ganhos das bolsas. Está ocorrendo muita volatilidade e perdas razoavelmente grandes para os investidores e, certamente, o número de queixas contra as corretoras aumentou. Isso ocorreu, penso eu, devido ao afluxo de novos investidores – talvez alguns não estivessem suficientemente conscientes dos riscos inerentes ao mercado de capitais. Como vínhamos de um período de expansão contínua, podem ter pensado que essa era regra geral. Na medida em que a bolsa começou a experimentar perdas e volatilidades, os investidores se retraíram e muitos tiveram perdas. Sem dúvida, essa volatilidade do mercado tem aumentado o volume de reclamações ao Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, mas não há nenhum sinal de que tenha havido problemas mais sérios com corretoras ou agentes financeiros.

Não se pode dizer que a volatilidade da bolsa tenha sido suficientemente forte para abalar a situação de qualquer um dos agentes de mercado.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

As operações com derivativos, que agora também são controladas pela BSM, têm apresentado alguma particularidade especial neste momento de crise?

Alkimar Ribeiro Moura

Não. A crise afetou algumas empresas não financeiras que tentaram operar de maneira extremamente agressiva nesse mercado. Mas esse foi um problema restrito a clientes de corretoras e de bancos. A crise não afetou nem a solvência, nem a liquidez de instituições ligadas ao mercado de capitais. Repito, esse foi um problema restrito a algumas empresas, clientes de bancos e de corretoras; em momento algum isso representou uma ameaça para alguma instituição do mercado de capitais do Brasil.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Essa crise está servindo para testar, duramente, o sistema de autorregulação? O modelo da BSM poderá sair fortalecido?

Alkimar Ribeiro Moura

Certamente. Até agora não houve nenhum sinal de que esse modelo não tenha cumprido seu papel. É importante enfatizar que já houve uma mudança de comportamento de corretoras, pois agora há um órgão de regulamentação e de supervisão, com poder de atuar no mercado e coibir práticas indesejáveis. Em relação a questões pontuais, diria que hoje já existe “um valor agregado pela BSM”.

REGULAÇÃO DA CONCORRÊNCIA NO SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO

Palestrante: Arthur Barrionuevo Filho

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Vamos dar início a mais um encontro do ciclo de debates sobre Crise Financeira Internacional. O professor Arthur Barrionuevo Filho tratará da Regulação da Concorrência no Sistema Financeiro Brasileiro.

PALESTRA

Arthur Barrionuevo Filho

A defesa da concorrência, principalmente quando se avalia fusões e aquisições, no sistema financeiro tem sido um assunto polêmico e recorrente em jurisdições mais avançadas.

No Brasil, há, inclusive, uma disputa a respeito da competência legal, sobre quem deve controlar concorrencialmente o sistema financeiro. De um lado, se tem a posição da Advocacia Geral da União (AGU) segundo a qual o controle da concorrência do sistema financeiro seria competência do Banco Central. O CADE,²⁴ por sua vez, em um julgamento importante, o caso *FINASA*, entendeu que o próprio órgão teria essa competência.

O fato é que no Brasil ainda não se definiu claramente quem é o responsável pelo julgamento de fusões e aquisições bancárias, nem quem é o responsável pelo controle de condutas infrativas, como cartéis e abusos de posição dominante.

Diante disso, o que procurei fazer foi pesquisar, na literatura mais recente e na prática das autoridades, como e quais autoridades têm lidado com a questão do controle da concorrência no sistema financeiro. Temos uma variedade de situações institucionais e questões de fundo em relação ao controle de fusões e aquisições no sistema financeiro onde, tradicionalmente, os bancos centrais eram os responsáveis por esta questão. Ocorre que as agências de defesa da concorrência também começaram a participar desse controle concorrencial de fusões bancária o que ocasionou uma série de conflitos institucionais.

Iniciarei expondo de forma geral qual seria o objetivo fundamental da legislação de defesa da concorrência, quando aplicada ao

mercado financeiro. De certa forma, como em qualquer mercado, existem condutas e mudanças de estruturas que levam ao aumento de poder de mercado por parte das empresas participantes, trazendo danos aos consumidores e à atuação de outros concorrentes.

Existem dois tipos de problemas concorrenciais que leva a intervenção das autoridades, de um lado, temos a repressão de condutas tais como a formação de cartéis e o de abuso de posição dominante – p.ex. quando uma empresa controla o mercado e age de forma a evitar a entrada de novos concorrentes – possibilitando o aumento de preços e evitando que outras empresas possam participar do mercado controlado, o que prejudica consumidores e eventuais empreendedores interessados naquele mercado. De outro, existe a prevenção de concentrações horizontais ou verticais, onde, as autoridades procuram evitar que uma empresa ou um conjunto de empresas gere poder de mercado em um grau que seja possível ocorrer abusos desse poder. Entende-se por “abuso de poder”, ou poder unilateral, essencialmente, a possibilidade da empresa resultante de uma fusão de mudar preços, qualidade e/ou variedade de serviços.

Esse, tradicionalmente, costumava ser o foco das autoridades quando intervinham no controle de concentrações de empresas. Mais recentemente, isto é, há 10 ou 15 anos, passou-se a verificar a possibilidade de criação de poder interdependente, ou seja, com o fato de que uma fusão/aquisição pode gerar um oligopólio onde um pequeno grupo de empresas consegue, da mesma maneira que uma empresa dominante, influenciar as condições de funcionamento do mercado. A política pública de defesa da concorrência passou a ter tanta preocupação com os resultados da criação de poder interdependente como já dedicava à criação de poder unilateral.

A aplicação da legislação de defesa da concorrência no caso do mercado financeiro apresenta alguns desafios adicionais em relação aos outros mercados. Duas questões são chaves no mercado financeiro: (i) a maior complexidade do processo concorrencial e (ii) o risco sistêmico. Inicialmente, existe a dificuldade de estabelecer quais são os mercados afetados por uma conduta de uma instituição financeira ou por uma concentração bancária. Cada instituição atua em um conjunto de mercados, pois presta muitos serviços relacionados (crédito para pessoas físicas e jurídicas, cartões de crédito,

administração de fundos, serviços aos depositantes etc.), sendo que o conjunto de clientes e a área geográfica atingida variam para cada um desses serviços. A avaliação da concorrência entre as organizações envolve, portanto, muito maior complexidade, pois cada uma tem um portfólio de serviços, que é muito maior do que a de outros setores. Em segundo lugar, os mercados financeiros, como se observa em nas várias crises pelos quais as economias de mercado têm passado ao longo de sua história, têm um problema de solvência que pode gerar efeitos macroeconômicos extremamente negativos. Por essa razão, surge a seguinte discussão: *a busca da defesa da concorrência não prejudicaria a busca da solvabilidade do sistema?*

A visão tradicional pregava que “manter o sistema saudável” era muito mais importante do que a defesa da concorrência. E mais ainda, que a defesa da concorrência era contraditória com o objetivo de manter o sistema saudável. Hoje em dia, esse tipo de *sabedoria* é questionado; há quem acredite, e existem trabalhos na literatura econômica defendendo que essa relação não é verdadeira e até pelo contrário: sistemas financeiros muito concentrados, provavelmente, estão muito mais sujeitos a riscos de quebra do que sistemas mais competitivos.

Os que são a favor do argumento tradicional, afirmam que o sistema deve ser concentrado, pois, se houver mais competição as margens de lucro reduzem-se, incentivando os bancos a tomar mais risco para obter maior rentabilidade.

O argumento novo defende que, quando há um sistema financeiro muito concentrado há também uma concentração de risco expressiva nos grandes bancos, o que aumenta o risco sistêmico, por três motivos. Em primeiro lugar, se o sistema for muito concentrado, a quebra de um grande banco levará a uma situação de maior risco sistêmico do que se tivéssemos um mercado mais competitivo. O segundo motivo é o da assimetria de informação entre o agente regulador e as empresas. A idéia é que, se houver mais competição, o agente regulador ficará mais bem informado sobre o que está acontecendo no mercado. O terceiro motivo diz respeito ao problema de coordenação, ou seja, das corridas bancárias. Quem provoca as corridas bancárias são os depositantes e, portanto, ocorre independente do grau de concentração no sistema, portanto, um mercado composto de poucos e grandes

bancos não é mais imune às corridas bancárias do que um mercado mais competitivo.

A idéia de reduzir os riscos das corridas bancárias, foi um dos fortes argumentos utilizados no passado para defender a concentração do sistema, mas, tanto a literatura econômica como análises das experiências históricas mostraram que as corridas bancárias aconteciam tanto em sistemas concentrados como em sistemas não concentrados. Então, esse argumento não pode ser utilizado em favor da concentração e, tampouco, da desconcentração.

Há outros mecanismos para cuidar da solvabilidade do sistema. Por exemplo, em *papers* dos anos noventa até hoje²⁵ instituições tradicionais como o *Bank for International Settlements* (BIS), o Banco Central Europeu (BCE), as agências de defesa de concorrência, tanto o Departamento de Justiça dos Estados Unidos (DOJ, na sigla em inglês) como o *COMPETITION BUREAU OF CANADA* apontam para a existência de regras específicas de fusões para o mercado financeiro, que não diferem muito entre si.

O argumento da concentração para aumento de solvabilidade foi muito utilizado para justificar a onda de fusões dos anos 1990 até início do ano 2000. Vários analistas acreditavam que havia uma vantagem significativa relativa a ganhos de escala e escopo nos processos de fusão de empresas financeiras. Os ganhos de escala seriam resultado do fato de se acreditar que um banco maior, com uma rede maior de agências, poderia aumentar a lucratividade. Em relação aos ganhos de escopo a vantagem derivaria do fato de que muitos dos serviços financeiros são complementares e, portanto, são usados os mesmos fatores de produção para a realização de ampla gama de serviços. Por exemplo, as vendas de seguro individual, de crédito para automóvel, de uma aplicação em ativos de risco ou ativos de renda fixa usam basicamente o mesmo sistema de distribuição e muitas vezes os mesmo analistas, então existem ganhos de se ter uma gama completa de serviços.

Dermine da INSEAD²⁶ analisou as fusões européias e concluiu que com a concretização da União Européia – com a criação do Euro e a utilização das novas tecnologias de informação – elas geraram ganhos ao permitir que as instituições financeiras resultantes de fusões pudessem fechar agências de maneira mais eficiente, ou seja, utilizar as agências que lhes fossem mais interessantes. Esse

autor entende que o maior ganho foi de escala e que há também alguns outros ganhos de escopo. Do meu ponto de vista, é muito difícil justificar novas economias de escala e escopo em fusões de bancos com ativos superiores a 100 bilhões de euros, ou seja, não há ganho de escala que justifique fusões dessa magnitude.

DEBATE

Pergunta da audiência

Sou professor da disciplina de Fusões e Incorporações e objetivo da primeira aula é identificar a motivação, ou seja, por que se toma a decisão de proceder a uma operação como a de fusão ou incorporação. Uma motivação assinalada pelos economistas neoclássicos, a de economias de escala, apontava para o fato de que em setores com custos fixos grandes haveria a justificativa da fusão ou incorporação para redução desses custos. A pergunta é: *quais seriam os custos fixos no setor financeiro que justificariam a operação de fusão ou de incorporação?*

Arthur Barrionuevo Filho

Na verdade, Dermine entende que as economias de escala são propiciadas pelas novas tecnologias de informação. Como se sabe, essas tecnologias estão permitindo que se atenda um número muito maior de clientes com a mesma base e, ao mesmo tempo, possibilitam a redução da quantidade de agências físicas, aquelas onde o cliente necessita ir pessoalmente. Há, portanto, a geração de grande economia de escala graças a essas novas tecnologias. Com uma mesma estrutura pode-se atender um número muito maior de clientes hoje do que no passado. Por exemplo, com a utilização do *internet banking* e de uma rede de *ATMs* um banco pode se tornar muito mais eficiente em termos de escala mesmo sem uma fusão.

Pergunta da audiência

Essa idéia de que as novas tecnologias de informação permitem e talvez potencializem os ganhos de escala, que está ocorrendo na indústria bancária, o que queria saber é se existe alguma outra particularidade do setor financeiro. Por exemplo, quando um banco se funde a outro, o fato de se tornar maior e mais sólido, atrai ainda mais clientes? O cliente pensaria “Era cliente do oitavo banco do Brasil agora sou o terceiro”.

Pergunta da audiência

Se me permitir, professor, basicamente, há um ganho de escala no *BackOffice*, e, também, salvo engano, há um ganho de escala bastante

grande no *Front Office*. Agora me parece que a motivação, hoje em dia, é muito mais a compra da clientela que qualquer outra coisa, dado que a fusão e a incorporação da instituição por melhor que seja, leva a riscos altíssimos, também há a possibilidade de passíveis ocultos inimagináveis. A pergunta, portanto, é: a grande motivação das fusões e incorporações do setor financeiro não seria a compra das carteiras de clientes?

Arthur Barrionuevo Filho

De um lado se está comprando *market share*, mas de outro também está sendo gerada uma economia de escala. Por quê? Porque, provavelmente, quando se faz a junção muitas atividades se tornam superpostas e podem ser reduzidas, o que também provoca um aumento de lucratividade. Isso é particularmente importante na indústria bancária. A tecnologia de informação atinge todos os setores, mas no setor bancário tem uma importância ainda maior, uma vez que há muita informação e manipulação de dados, de contas, etc. nesse setor. Os avanços na tecnologia de informação têm tido um impacto maior no setor bancário do que em outros. Claro, há a questão do custo e da magnitude de capital que uma empresa maior pode alavancar, além de maior reputação junto aos investidores.

Voltando a Dermine, ele não faz referências sobre como se poderia ganhar *market share* sem comprar empresas já existentes, principalmente em mercados maduros. Imagino, por exemplo, que deva ser bastante difícil para um banco alemão, que quer expandir seus negócios na Inglaterra ou na Itália, ganhar *market share* nesses mercados. Se não compra uma empresa já estabelecida, o custo de entrar no mercado, com certeza, será muito mais elevado. Por outro lado, se os rendimentos de escala fossem constantes, ou se não existisse economia de escala, provavelmente, a lucratividade desse crescimento por meio de aquisições seria muito menor do que tem sido.

Do lado das políticas públicas, contudo, existe o *trade off* entre os vários objetivos dos bancos centrais e das agências reguladoras: proteger os investidores e garantir estabilidade financeira, alcançar o nível apropriado de competição, e promover a própria competitividade no sistema financeiro.

Pergunta da audiência

Quero propor duas questões. A primeira sobre ganho de escopo, porque se nota que tem ocorrido uma grande diversificação no setor financeiro. A segunda questão sobre os custos de troca por parte do cliente de instituição financeira. Penso que esses custos não são triviais, quero dizer, muitas vezes, a decisão de sair ou não de um banco é custosa, e talvez isso justifique ainda mais a questão de aquisição do *market share* com a aquisição do concorrente.

Arthur Barrionuevo Filho

Sua colocação ilustra como seria difícil crescer “organicamente” dentro do mercado: tirar um cliente que já compra uma série de serviços de uma instituição financeira e fazer com que ele migre para outra. Sabe-se que vários produtos são comprados pelos clientes em forma de “pacote”. Além disso, do lado da oferta e da produção desses serviços, os mesmos insumos servem para produzir uma gama ampla de serviços, aspecto discutido mais adiante, no item definição de mercado.

Um estudo empírico feito por três economistas do Banco Central Europeu incluindo vários países mediu o impacto de duas mudanças institucionais importantes. A primeira, quando o país estabelece uma legislação de defesa da concorrência; e a segunda, quando o país estabelece um controle mais forte de fusões e aquisições do sistema bancário. No primeiro, quando se estabelece uma lei de defesa da concorrência para reprimir formação de cartéis, por exemplo, existe uma redução, estatisticamente significativa, no valor das empresas bancárias e, também, de outras empresas. Quando o controle de fusões deixa de ser somente da agência reguladora setorial e passa a ser feito de maneira conjunta, ou de maneira exclusiva, pela agência de defesa da concorrência, paradoxalmente, ou pelo menos, não é intuitivo, existe um aumento do valor dos bancos.

Segundo esses autores, somente quando se implementa a legislação de defesa da concorrência há uma queda do valor dos bancos ou das empresas financeiras no mercado de capitais. Quando se passa o controle de fusões e aquisições, que era apenas do órgão regulador bancário, para a agência de defesa da concorrência, ocorre um impacto positivo sobre o valor dos bancos.

Isso soa paradoxal, mas os autores enumeram uma série de razões que pareceram bastante plausíveis. O argumento é o seguinte: quando apenas a agência reguladora setorial estabelece os critérios para a aprovação das fusões e aquisições, o objetivo, basicamente, é o da solvabilidade do sistema; isso faz com que muitas fusões e aquisições não sejam lucrativas.

Por exemplo, o Unibanco, ao comprar o Banco Nacional, talvez, tenha reduzido sua rentabilidade por certo período de tempo. O que os autores enxergam é que quando a agência de defesa da concorrência passa a controlar as fusões não há preocupação em relação à rentabilidade, o critério para avaliar fusões está relacionado ao aumento ou não de eficiência. Em outras palavras, a fusão será permitida se não houver impacto negativo na concorrência ou se a compra trouxer um aumento de eficiência. Mas, em geral, os procedimentos das agências de defesa de concorrência são mais transparentes do que os das agências regulatórias setoriais. Na medida em que os processos se tornam mais transparentes, os investidores têm um ganho informacional e, em consequência, farão uma avaliação melhor de bancos que estejam, de fato, comprando outros bancos. Nesse caso, ocorre um aumento da probabilidade de que as fusões só aconteçam para aumentar a lucratividade e não para tentar salvar o sistema.

São apontados alguns problemas difíceis de solucionar. Primeiro, e mais importante: definir exatamente quais são os mercados relevantes, ou seja, como se definem os serviços que são substitutos próximos no sistema financeiro. Segundo, definir qual é a dimensão geográfica, qual é a área onde um consumidor típico – seja uma pessoa física, uma pequena empresa ou uma grande empresa – tem condições mais ou menos semelhantes de comprar o mesmo produto do conjunto de fornecedores que está estabelecido naquela área. Isso é muito complicado, tanto é que no Canadá foi desenvolvido um *software* que utiliza dados de Censo para tentar definir, pelo menos preliminarmente, quais seriam os mercados potencialmente problemáticos para uma fusão, e a partir daí continuar a análise.

Ainda em relação à dimensão geográfica, outro aspecto delicado é que, mesmo que se consiga definir a extensão do mercado geográfico de determinado produto, nem sempre é possível definir a relação entre a parcela de mercado de um determinado *player* e seu poder de controlar esse mercado. Há autores que criticam o uso do índice

HHI,²⁷ um índice de concentração no mercado financeiro, e afirmam que não é muito útil para identificar o grau de poder de mercado.

Normalmente, o cliente de um banco não compra apenas um produto financeiro, mas, adquire um conjunto de produtos: depósito à vista, aplicações, seguros e outros. Por exemplo, uma empresa, provavelmente, manterá em uma mesma instituição financeira linhas de crédito, desconto de duplicatas, seguro, etc. Nos países onde o sistema financeiro é mais desenvolvido, e, por essa razão, o quociente do crédito sobre o PIB, é muito maior do que no Brasil, é de se supor que a quantidade de serviços que um mesmo cliente adquire de uma única instituição financeira é muito maior. Deriva desse relacionamento cliente/empresa financeira a dificuldade de se definir o tipo de competição que ocorre entre as instituições financeiras. Dependendo do produto financeiro e do tipo de cliente a mesma instituição financeira poderá adotar estratégias diferentes de fixação de preços e demais condições de venda.

Por exemplo, a tesouraria de uma grande empresa brasileira, provavelmente tem relacionamento com um conjunto muito significativo de organizações financeiras em todo o país. Já nos casos de empresas médias ou pequenas e mesmo de pessoa física as condições de inserção no mercado financeiro são bem distintas. Mesmo nos Estados Unidos com todo o processo de desregulamentação ocorrido permanece o problema de identificar a extensão geográfica e o poder de mercado da instituição financeira como um todo, uma vez que vários produtos continuam a ser transacionados em mercados considerados locais. De fato, nos EUA, há muitos produtos e ao mesmo tempo muitos canais de distribuição que por sua vez têm muitas intersecções, e a dificuldade de se definir a competição dentro do mercado é elevada. Devemos lembrar que ainda há muitas instituições especializadas como as de crédito ao consumidor e que em alguns tipos de crédito constituem nichos. É bem verdade, que as grandes instituições financeiras atuam em vários ou em todos os segmentos de mercado. Em termos tecnológicos, as características levantadas são as de muitos produtos financeiros e formas de distribuição: agência, ATM, internet banking, cartões de crédito e débito. O problema principal para definir o impacto de uma fusão bancária é separar todos esses serviços para os diferentes tipos de clientes. Há muitos mercados relevantes envolvidos e separá-los não é simples.

Identificar quem são os ofertantes também é uma tarefa complexa, dado que uma empresa pode não estar ofertando um determinado serviço bancário em um momento, e vir a ofertá-lo em um espaço curto de tempo (menos do que um ano).

Outro fator que complica ainda mais a análise da concorrência nesse mercado é a grande capacidade que o sistema financeiro tem de discriminar preços de acordo com o tipo de cliente. Isso porque os clientes, para terem acesso a certos serviços, precisam dar muitas informações para a instituição financeira; que passa, dessa maneira a deter meios de determinar preços de acordo com o perfil de cada cliente .

Como exemplo, menciona-se o clamor ocorrido alguns anos atrás, quando se desconfiou que a empresa *Amazon*, ao observar como cada indivíduo comprava, teria começado a praticar a discriminação de preços, ou seja, o mesmo livro seria vendido a preços diferentes de acordo com o perfil de compras de cada cliente. Se a *Amazon* com um conjunto restrito de informações adotou práticas de discriminação de preços, imaginem as possibilidades que se abrem a um banco! As instituições financeiras geralmente têm muitas informações sobre os clientes: patrimônio, renda, histórico de crédito, padrão de consumo, tipos de compra, etc. Não se afirma que as informações são sempre utilizadas pelas instituições financeiras para práticas abusivas, mas, que eventualmente seria possível fazer discriminação de preço de crédito.

Pergunta da audiência

Do ponto de vista conceitual como se estabelece o que se pode discriminar e o que não se pode? Porque há justificativas plausíveis para a discriminação de preços por parte de um banco. Por exemplo, um banco que concede crédito para uma pessoa física a uma taxa de juros mais alta do que a oferecida para a General Motors - se bem que GM talvez não seja mais o melhor exemplo. Do ponto de vista econômico como se pensa essa questão?

Arthur Barrionuevo Filho

O problema não é haver discriminação de preço. Esse é um fato corriqueiro. Mesmo um médico ou um dentista podem fazer discriminação de preço, seja por razões humanitárias, seja para

aumentar seus ganhos. O problema em termos econômicos é ter o poder de mercado deixando o cliente sem alternativas. Claro, é possível argumentar que um banco cobra mais de clientes com maior probabilidade de *default*, o que é uma prática normal de mercado.

Pode-se determinar o risco para determinado tipo de cliente, se o banco ou agência bancária tiver poder de, além disso, ainda cobrar mais porque tem informações que permitem discriminar clientes dentro de um grupo, nesse caso, uma eventual fusão que reduza as alternativas do cliente de mudar de fornecedor de serviços bancários gerará aumento de poder de mercado e, provavelmente, se pagará mais caro pelo crédito.

A questão é muito interessante, pois essa é a preocupação de uma agência de defesa da concorrência.

Pergunta da audiência

Se minha pergunta foge demais do assunto, fique à vontade para não respondê-la e discutiremos em outra oportunidade. A pergunta é sobre o cadastro positivo. Tem se defendido muito e existe um projeto de lei para criação de um cadastro positivo que, ao contrário do atual cadastro de proteção ao crédito, que reúne informações de inadimplência do consumidor, reuniria informações positivas de adimplência e eventualmente outras. Do seu ponto de vista, a partir desse cadastro de informações positivas poderia ocorrer uma queda do preço do crédito?

Arthur Barrionuevo Filho

Penso que esse tipo de cadastro teria dois efeitos, um é, certamente, positivo. Se a instituição tem mais informações sobre o histórico de um cliente, poderá cobrar menos porque o risco será mais bem avaliado; nesse sentido é positivo. Por outro lado – e isso tem de ser levado em consideração quando ocorre uma fusão –, o fato de se ter muitas informações sobre os clientes e sobre sua capacidade de pagamento poderá servir de parâmetro para aumentar os juros para aqueles clientes que têm menos alternativas se efetivada uma fusão.

Comentário da audiência

O agente regulador exige que o banco tenha um nível elevado de informações dos clientes para que seja possível avaliar corretamente

os riscos envolvidos na concessão de crédito. Por outro lado, esperar que a instituição financeira não utilize essas informações para que sua atividade seja rentabilizada me parece um tanto ingênuo.

Arthur Barrionuevo Filho

Concordo com sua posição. Não estou defendendo de maneira nenhuma que se diminua o nível de informação dos bancos. Mas do ponto de vista de uma agência de defesa da concorrência, não posso ignorar que, se houver uma fusão – e até mesmo pelo modo de funcionamento desse mercado –, se os clientes tiverem menos alternativas, é óbvio que o banco terá essa informação e terá a possibilidade de cobrar um preço maior pelo serviço que presta. Claro que vai haver menos competição. Mas não acho que a solução seja reduzir ou querer regular os juros cobrados; por outro lado, não dá para ignorar o fato de que, se houver muita concentração do lado do fornecedor em alguma praça ou localidade, potencialmente, haverá um aumento de poder de mercado das instituições financeiras.

Pergunta da audiência

Embora pareça, não estou querendo fazer a defesa do sistema bancário, mas, vejamos, se a instituição não tem informações, a tendência seria aumentar a taxa de juros. Em tese, poderia se afirmar que quanto maior o nível de informação – porque isso oferece condições de avaliar melhor – maior a possibilidade de se cobrar uma taxa de juros mais justa? Pergunto ainda, quando a instituição financeira não tem informações suficientes cobra a maior taxa possível?

Arthur Barrionuevo Filho

Ou nem concede empréstimo por causa da impossibilidade de avaliar o risco de crédito por falta de informações. Sobre o poder de mercado, no sistema bancário, como qualquer outro setor, em situação de oligopólio, a possibilidade de se ter preço mais alto aumenta.

Gostaria de falar sobre poder de mercado. O que é poder do mercado? Como é possível medi-lo, supondo-se que se consiga definir bem os mercados atendidos em uma fusão bancária? Definir o poder de mercado, mesmo conhecendo os mercados afetados, não é uma tarefa simples. Normalmente, usam-se indicadores mais visíveis: mensuração da concentração de depósitos, tamanho das

redes de agências e habilidade dos pequenos bancos em expandir serviços etc. No entanto, no setor bancário é muito mais complicado definir esse conjunto de variáveis do que nos segmentos industrial. No setor industrial tem-se, por exemplo: capacidade instalada, número de marcas, número de empregados, etc. No caso do setor financeiro é difícil definir o que seja exatamente “capacidade instalada”. Por essa razão, utiliza-se o tamanho da rede nacional de agências, disponibilidade de pessoal especializado em um determinado tipo de produto, e os dados de empréstimos /depósitos para representar a capacidade produtiva instalada.

Existe a preocupação não só com a formação de poder unilateral, mas também com a de poder de conjunto, ou seja, se uma fusão de empresas de um determinado mercado aumenta a capacidade dessas agirem de forma mais oligopolista, ou seja, quando cada participante sabe que seus resultados em termos de lucro dependem do comportamento não só próprio mas também de rivais. Hoje isso é utilizado na teoria de organização industrial moderna por meio da Teoria dos Jogos. Vários fatores influenciam a capacidade das empresas agirem de forma oligopolista. Em primeiro lugar, pode-se citar a transparência dos termos das transações, ou em outras palavras, quanto mais transparente a forma de atuação, maior a probabilidade de saber se um rival está fazendo “guerra de preços”, ao dar descontos, por exemplo. A facilidade de comprovar “guerra de preços” e reagir a ela está diretamente relacionada com a facilidade de verificar as condições comerciais dos rivais.

Em segundo lugar, quando há estabilidade de custos também é mais fácil perceber se os rivais estão aumentando ou diminuindo suas tarifas para ganhar *market share*.

Em terceiro lugar, a magnitude e a frequência de vendas de produtos também são fatores que influenciam o comportamento conjunto. Quando algumas operações são especializadas, ou seja, *tailor made*, é de se supor que o agente tenha uma maior tendência em aumentar suas margens, sem ser contestado pelos rivais.

Um banco de investimento, que faz grandes e lucrativas operações, tem contatos multimercado com os rivais, e compete em várias regiões; por essa razão, é de se imaginar que esse banco não irá provocar uma “guerra de preços” em uma determinada cidade sabendo que poderá sofrer retaliação de um rival em outra localidade.

Existe um fenômeno que mais recentemente tem recebido a atenção das autoridades, que é a existência do chamado *maverick*. Há empresas que são muito agressivas competitivamente e se tornam importantes para definir o grau de concorrência de um dado mercado, fazendo com que uma empresa mais tradicional, já estabelecida, procure adquirir a empresa mais ousada. Esse fenômeno não ocorre apenas no setor bancário, mas em todos os segmentos.

Gostaria também de relembrar a literatura teórica sobre a relação entre defesa da concorrência e estabilidade do sistema. No passado se tinha a visão de que uma maior concentração de empresas de um determinado setor financeiro era melhor para a estabilidade do sistema. Hoje, entretanto, existem grandes dúvidas sobre essa relação. Nesse sentido, o FMI, ao empreender um estudo empírico, concluiu que os mercados mais fragmentados obtinham melhores resultados em relação ao objetivo de estabilidade financeira do que mercados mais concentrados. É claro que em cada um desses estudos foi considerado um conjunto de países, num determinado período de tempo, ou seja, há outros fatores que teriam de ser avaliados com cuidado.

Pergunta da audiência

Uma coisa que se observa hoje de forma crescente é a concentração de todo o sistema financeiro, não só bancos, como também seguradoras, e bolsas de valores. Do meu ponto de vista, esse processo leva a um problema que talvez transcenda o órgão regulador e se transforme em questão político para um país. Por exemplo, atualmente, é inviável que o Tesouro americano deixe o Citibank falir, assim como é inviável que o governo suíço permita o UBS quebrar, e o sistema continua se concentrando cada vez mais. Isso significa que o sistema de competição *Sherman Act*²⁸ está com os dias contados nesses setores fundamentais do País?

Arthur Barrionuevo Filho

Creio que não. No passado havia uma série de razões pelas quais não se considerava a hipótese de dar tanta ênfase à defesa da concorrência. Por exemplo, no sistema bancário, justamente por causa da preocupação com a saúde do sistema as grandes instituições financeiras não poderiam quebrar. É como naquela piada: se você

deve cem mil reais a um banco, você tem um problema, mas, se deve um bilhão de reais, o banco é que tem um problema. O mesmo raciocínio se aplica à relação entre os grandes bancos e o regulador, o órgão regulador não pode permitir que um grande banco venha a falir por razões de política pública, portanto, quando os bancos se tornam muito grandes, o problema passa a ser do regulador (ou de todo o país, como no caso da Islândia). Portanto, sua pergunta faz muito sentido: será que permitir que o mercado fique cada vez mais concentrado ajuda a solvabilidade do sistema?

Penso que os economistas, hoje, estão sendo obrigados a questionar a crença que quanto mais concentrado o mercado melhor para saúde do sistema. Atualmente, existe uma dúvida muito razoável sobre essa idéia e, talvez, a política pública tenha de colocar alguns limites sobre o grau de concentração bancária. Claro, sem ignorar que a tecnologia induz à concentração.

Esse é um dado da realidade que não se pode ignorar, as inovações tecnológicas trazem maior eficiência, mas, por outro lado, a deve-se ter a preocupação em manter certo grau de competição e de possibilidade de entrada de um novo agente.

Pergunta da audiência

Há outro dado importante ligado à própria evolução da informática, que é a possibilidade das instituições financeiras tomarem riscos cada vez maiores devido à certeza de que serão acudidas num caso extremo. Como já foi dito, o recurso ao resgate das autoridades monetárias em casos extremos leva a condutas de risco maior, diminuindo, portanto, a aversão ao risco e aumentando o risco sistêmico.

Sob a óptica de sua linha de exposição, isso nos levaria a crer que algumas medidas importantes deverão ser tomadas no sentido de se garantir pelo menos certa concorrência no segmento financeiro, ou seja, a tendência das autoridades governamentais seria exatamente criar regras que emulassem de uma maneira mais eficaz um ambiente de concorrência. Você acredita que essa é a tendência?

Arthur Barrionuevo Filho

O mercado financeiro é bastante complexo e sensível aos incentivos

gerados pelas regras emanadas da autoridade monetária. Todos os agentes econômicos sabem que as grandes instituições financeiras não devem quebrar, o que leva, portanto, a aumentar o problema de *moral hazard*. Para os executivos dessas grandes instituições financeiras, que têm bônus atrelados aos ganhos, muitas vezes se gera o incentivo para assumir comportamentos altamente arriscados. É preciso controlar o *moral hazard* de uma maneira mais inteligente do que deixar o sistema financeiro quebrar e provocar uma depressão na economia de um país.

Esse é o lado interessante da discussão sobre a competição e os incentivos gerados para o comportamento dos executivos financeiros. Deve haver algum tipo de regulação diferente. Repito, poucos discordam que não se deve voltar à regulação da década de 1930 em que se exigia que os bancos fossem ou comerciais ou de investimento. Essa concepção está ultrapassada. Se esse tipo de regulação rígida voltar, haverá uma perda muito grande de eficiência do sistema financeiro.

Como se pode regular de novo sem criar um monstro burocrático e, ao mesmo tempo, sem abrir mão de limitar o *moral hazard*?

Pergunta da audiência

Outro ponto que é objeto de debate e deveria ser pesquisado melhor é se foi graças ao Glass-Steagall²⁹ que o mercado de ações cresceu nos EUA. No momento em que se segmentou o mercado de crédito é que nasceram as grandes corretoras. Quando o *Glass-Steagall* começou a “derreter” as grandes corretoras se transformaram em bancos de investimento e fazer investidas na área de atuação dos bancos comerciais. A pergunta que faço é a seguinte: O que acontece quando o mesmo grupo de agentes, em crescente processo de concentração, detém um grande montante de recursos e poder de decidir para quem e por qual tipo de instrumento serão repassados esses recursos?

Arthur Barrionuevo Filho

Tivemos no passado uma discussão, modelo americano *versus* modelos alemão ou japonês. O que parece é que, tirando os problemas atuais do mercado financeiro americano, ele é muito mais dinâmico, ajudando a explicar o próprio dinamismo da economia

americana. No momento, além dos problemas regulatórios trazidos pelos novos instrumentos financeiros, existe também uma intensificação exagerada do processo de concentração. Nesse caso, a defesa da concorrência pode ser importante até mesmo para manter a solvabilidade e o dinamismo do sistema.

Caso se permita que as fontes de fundos sejam concentradas num conjunto de instituições multiproduto o problema de solvabilidade pode se agravar. É claro que nos EUA existem os Fundos de Pensão que detêm uma massa de recursos muito grande e poderiam, eventualmente, contrabalançar em uma situação normal o poder dos outros grandes agentes financeiros. De qualquer maneira, uma política de defesa da concorrência pode ajudar a controlar e a manter o dinamismo do mercado.

Pergunta da audiência

Seguindo essa linha e acrescentando a dificuldade de definição do mercado relevante, gostaria de saber se nesse setor a tendência da concorrência será efetivamente entre conglomerados e, conseqüentemente, nas definições de mercado relevante não vão poder ser feitas delimitações muito segmentadas. Esse fato está gerando a preocupação dos órgãos de defesa da concorrência em resguardar a concorrência entre os conglomerados.

Minha pergunta é: se ocorre de fato uma concorrência entre os conglomerados?

Arthur Barrionuevo Filho

Como já mencionei, o processo de concentração é resultado dos avanços tecnológicos. A tecnologia tem a capacidade de surpreender; possibilitando o surgimento de novos segmentos fora das grandes empresas.

Pode-se dar um exemplo que não é do mercado financeiro. No passado, a geração de energia era considerada monopólio natural. Contudo, atualmente, sabe-se que esse mercado pode ser extremamente competitivo em função da entrada de novos participantes nos mercados domésticos. Por essa razão, a defesa da concorrência deve se preocupar com as condições de entrada para que novos *players* que possam inovar e ter, por exemplo, uma atuação segmentada, competitiva em determinadas partes do mercado.

Pergunta da audiência

Existem vários motivos pelos quais se compra um banco, mas um deles – que é muito relevante – é o fato de haver a necessidade de um concorrente-membro do sistema que está prestes a falir e, por essa razão, criar um risco sistêmico ser adquirido por um banco mais sólido. Nessa situação, como resolver a questão entre Banco Central e CADE. É de se supor que ficaria muito difícil uma prévia oitiva do CADE. Porque, vejamos, quando temos uma situação em que a compra tem por objetivo ampliar *market share* não há problema. O CADE poderia aplicar o procedimento de praxe. Mas, existem situações em que é necessário que compra e venda aconteçam imediatamente e, mais do que isso, que o negócio não possa ser desfeito. Como se trabalha com esses dois direitos que se contrapõem: a necessidade de manter um mercado não oligopolizado, e a necessidade de um sistema ser sólido?

Uma segunda pergunta: na década de 1980 se dizia: “Os *spreads* no Brasil são astronômicos”. Dizia-se ainda: “A solução é trazer competidores estrangeiros porque assim as taxas de juros do cheque especial vão cair no mesmo dia”. Os estrangeiros vieram e no dia seguinte aprenderam que a taxa de juros do cheque especial não precisava cair. Conclusão: foram trazidos competidores externos e, no dia seguinte, aprenderam a trabalhar dentro da muito peculiar situação brasileira e não como na matriz.

Arthur Barrionuevo Filho

Bem, quanto à primeira questão, em todos os países ocorre essa discussão quando uma firma bancária vai à falência, sobre o risco sistêmico decorrente. Institucionalmente, em um caso desses, a preferência é sempre a de dar prioridade à agência reguladora do sistema. Nesse caso, é preciso encontrar alguma regra institucional para avaliar essa situação. Nos Estados Unidos, o FED ou outro órgão regulador – dependendo da área do mercado financeiro – aprovam a transação e o Departamento de Justiça tem um prazo para contestar a aprovação.

É claro que, tirando as épocas mais turbulentas, uma boa parte das compras tem por objetivo ampliar o *market share*. Depois que os Bancos Nacional, Bamerindus e o Econômico foram comprados,

poucas compras foram feitas para evitar falências, então poderiam ter sido analisadas com mais calma.

Quanto à segunda questão, deve-se ponderar que os agentes econômicos, nacionais ou estrangeiros, se comportam de maneira racional. No Brasil os depósitos compulsórios são gigantescos, há uma tributação enorme e em muitos casos existe uma dificuldade para reaver os créditos concedidos, etc. Os bancos não estão cobrando taxas de juros altas só porque desejam cobrar juros altos, se houvesse um mercado que funcionasse de maneira diferente seria até mais racional economicamente cobrar uma taxa de juros mais baixa. Mas independente da nacionalidade de quem vai atuar, as condições reinantes são percebidas igualmente por todos agentes.

Comentário da audiência

Quando o CADE analisou e reconheceu sua competência para julgar casos de fusões no mercado financeiro foi feita uma exceção: operações de emergência conduzidas pelo Banco Central. Por exemplo, todas aquelas operações induzidas pelo PROER,³⁰ seriam de competência exclusiva do Banco Central. De qualquer forma a melhor solução me parece ser a que está hoje no Congresso Nacional que mesmo caminhando a passos lentíssimos é um bom projeto. A lógica é a seguinte: uma fusão bancária seria notificada ao Banco Central que daria um primeiro juízo, se ela afeta ou não a higidez do sistema. Se o BACEN entender que não afeta, o processo seria enviado ao CADE para análise. O CADE deveria se pronunciar se a fusão afeta as condições de concorrência do segmento de mercado onde atuam as empresas em questão. Ou seja, condutas não competitivas ficariam a cargo do órgão de defesa da concorrência.

Comentário da audiência

A concorrência não é uma área sobre a qual tenho grande conhecimento e não sei exatamente como está esse debate, especialmente no Brasil, mas existe um argumento, que não é meu, que diz que o controle prévio de operações de fusões e aquisições tem um componente político muito importante que transcende a análise técnica já mencionada. O argumento a que me refiro é que, de alguma forma, interessaria aos governos ter algum tipo de “pedágio político” para

aprovar as operações realizadas pelos agentes privados. E existe um componente adicional dessa linha de pensamento que menciona que em mercados não maduros e com instituições menos sólidas, notadamente as da América Latina, esse componente político teria um papel ainda mais importante. Como você vê essa discussão, Arthur [Barrionuevo Filho]?

Arthur Barrionuevo Filho

Se analisarmos qualquer política pública no Brasil teremos esse tipo de dilema. Como você bem colocou, esse tipo de problema existe em face da presença de instituições mais frágeis. No Brasil, como se sabe, o Executivo é muito poderoso em relação aos outros Poderes e tem poder para mudar o ambiente institucional.

Basta verificar uma experiência recente como é o caso da Anatel e de outras agências reguladoras em que não necessariamente as razões mais técnicas tem predominado nas decisões. Em parte é possível entender, pois os altos interesses políticos, ou não tão altos assim, ficam muito mais claros quando se trata da regulação, dado os impactos econômico-financeiros serem muito mais evidentes e imediatos.

No caso do CADE, que trata de regras de defesa da concorrência, essa interferência acontece menos até mesmo porque a interação empresa-CADE é menos freqüente. Quem vai ao CADE? Eventualmente, quem está sofrendo algum processo relacionado a formação de cartel ou quem está comprando outra grande empresa. Situações pouco corriqueiras. No caso da Anatel, por exemplo, há funcionários das operadoras que freqüentam assiduamente o órgão regulador. Essa relação de proximidade decorrente dos interesses econômico-financeiros gera uma pressão política maior. Talvez por isso o CADE tenha sido mais preservado, porque não está nesse dia-a-dia no chamado varejo de operações.

Creio que essa é a melhor explicação para o fato de o CADE ter conseguido manter certa autonomia. E há fatores de ordem pessoal, como é sabido, o Ministro da Justiça³¹ do primeiro governo Lula considerava relevante a existência de um CADE independente. No caso da Anatel e de outras agências reguladoras, o PT entendia ser necessário transformar essas agências em departamentos governamentais subordinados ao Poder Executivo.

Pergunta da audiência

Há quanto tempo existe o CADE?

Arthur Barrionuevo Filho

O CADE existe desde 1962, mas passou a existir de fato a partir de 1994.

Pergunta da audiência

Qual é o balanço que o senhor faz do controle de fusões e aquisições feito pelo CADE?

Arthur Barrionuevo Filho

Participei do CADE entre 1997 e 1999 e considero difícil mensurar exatamente o efeito do controle exercido por esse órgão de defesa da concorrência. Talvez, o efeito maior tenha sido causado pelo próprio comportamento preventivo dos agentes econômicos, que avaliavam a probabilidade de fusões virem a ser rejeitadas pelo CADE. É difícil medir tal efeito, o que impossibilita uma avaliação precisa da atuação do CADE.

É claro que algumas aprovações de fusões pelo CADE foram extremamente polêmicas. O caso AmBev talvez seja a mais polêmica. Uma empresa que, quando foi formada, ficou com 75% do mercado de cervejas – que é um mercado onde é difícil entrar principalmente por causa do sistema de distribuição. Houve a tentativa de justificar tal fusão, baseado na hipótese da “empresa multinacional brasileira”. Entretanto, apesar do que a empresa afirma a AmBev, hoje, é uma empresa belga, sob controle acionário belga. Os executivos são brasileiros, mas o que define a nacionalidade da empresa é controle acionário e o controle acionário é belga.

Se pensarmos nas políticas públicas brasileiras, um ponto falho nas medidas tomadas para acelerar o processo de industrialização (1930-80) foi a pouca preocupação com a defesa do consumidor e da concorrência. Na verdade, uma grande parcela da população foi prejudicada pelo processo substituição de importações que pressupunha um forte protecionismo. Houve pouca preocupação com os efeitos monopolistas que um determinado tipo de política de governo, protecionista, traria.

Vários são os motivos da concentração de renda extrema e da desigualdade de oportunidades no Brasil. O país tem uma herança escravagista, uma preocupação muito tênue com a educação de qualidade. Há pouca formação de capital humano, entre outros motivos. Todavia, não se pode desconsiderar o fato de que o Estado brasileiro cria proteções e vantagens demais para determinados grupos ou setores. Esse Estado não se preocupou em promover a competição e isso não é só uma questão econômica estrita; um mercado mais competitivo traz mais bem-estar do que um mercado mais monopolizado, pois leva a preços menores e incentiva a meritocracia.

Esse tipo de industrialização impediu o desenvolvimento de uma cultura de meritocracia e, talvez, esse prejuízo seja mais importante do que as perdas que os consumidores, eventualmente, tiveram com os preços elevados e menor qualidade dos produtos. Em um sentido até cultural, penso que a defesa da concorrência é muito importante se quisermos mais igualdade de oportunidades, uma sociedade mais moderna, é necessários ter mecanismos e regras de competição e dar mais importância ao mérito.

Nesse sentido, o CADE é um órgão relevante, mais do que nos ganhos eventuais de preço que os consumidores pagam. No mais, o CADE tem uma história como a de qualquer outra instituição, com avanços e recuos.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Se não há mais perguntas, gostaria de agradecer muito o professor Arthur [Barrionuevo Filho] assim como a presença de todos. Dou por encerrada a reunião. Obrigada.

CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL: O PIOR AINDA ESTÁ POR VIR?

Cronograma da Crise: Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Palestrante: Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

CRONOGRAMA DA CRISE

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Boa tarde. Agradeço a presença de todos. Temos a honra de receber o Prof. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo e, também, a visita do Prof. Yoshiaki Nakano³², que muito nos orgulha. O debate de hoje é sobre esse momento bastante difícil e preocupante.

Farei uma breve cronologia dessa crise para darmos início a esta sessão. Podemos dizer que a atual crise financeira começou no segundo semestre de 2006, quando os preços dos imóveis, que tinham apresentado uma trajetória de alta bastante significativa, inverteram a tendência de alta e começaram a cair.

A primeira falência de uma instituição financeira ligada ao financiamento de imóveis ocorreu em dezembro de 2006. Em fevereiro de 2007, foram divulgados os primeiros anúncios de prejuízos de instituições financeiras, inclusive do HSBC que, já naquele momento, indicava uma perda expressiva e uma queda da lucratividade muito grande. Em abril de 2007, outra grande instituição que também financiava imóveis nos Estados Unidos foi à falência.

Em junho de 2007, dois grandes *Hedges Funds*, que tinham em sua composição vários ativos de alguma maneira relacionados a hipotecas, também foram liquidados. Esses dois fundos eram administrados pelo banco de investimento *Bear Sterns* que no mesmo mês apresentou uma queda de 30% nos lucros. A quebra desses dois grandes fundos causou um impacto bastante expressivo em alguns bancos de investimento e outros de varejo, como o Merrill Lynch, Goldman Sachs, JP Morgan Chase e CitiGroup.

Em julho de 2007, a maior empresa de financiamento de imóveis³³ dos EUA apresentou uma queda significativa de lucros. Em agosto de 2007, o BNP Paribas suspendeu o resgate de três grandes fundos de investimentos, por terem, na sua composição, vários ativos de realização muito duvidosa, créditos podres ou ativos tóxicos, como passaram a ser chamados. Em setembro desse mesmo

ano, o banco inglês Northern Rock, que era o quinto banco de empréstimos imobiliários do Reino Unido, teve uma grande queda em seus lucros e precisou recorrer ao governo inglês. Nesse mesmo mês, o Federal Reserve passou a praticar uma política monetária expansiva, com efeito de uma redução da taxa de juros, tendo por objetivo compensar perdas e prejuízos das instituições financeiras. Em outubro de 2007, torna-se de conhecimento público a queda expressiva de lucro de dois grandes conglomerados financeiros: CitiGroup e UBS³⁴.

Em fevereiro de 2008, o Credit Suisse teve uma queda de 72% nos lucros, e o Northern Rock Bank sofreu novas perdas muitas expressivas. O episódio relacionado ao Northern ensejou o início de uma corrida bancária na Inglaterra, rapidamente estancada por meio de uma ação imediata do Bank of England que estatizou o Northern Rock Bank .

Em março de 2008, a AIG³⁵, maior seguradora do mundo, anunciou pesadas perdas. Essa instituição era responsável pelo seguro de várias carteiras de instituições financeiras que continham créditos podres, não só imobiliários, mas ativos tóxicos em geral. No mesmo mês, o JP Morgan Chase, em uma operação arquitetada pelo Federal Reserve, comprou o Bear Sterns contando, inclusive, com empréstimos do Fed da ordem de US\$ 29 bilhões.

Em abril de 2008, o Wachovia, que era o quarto maior banco dos Estados Unidos, anunciou grandes prejuízos. Em maio desse mesmo ano, as duas importantes instituições de crédito imobiliário, Fannie Mae e Freddie Mac, apresentaram resultados catastróficos. Cabe dizer que essas duas grandes instituições de financiamento de imóveis tinham o respaldo do Governo Federal americano. Em julho de 2008, houve a quebra de um banco californiano, e também de bancos regionais que não serão citados aqui.

A deterioração da situação das instituições Fannie Mae e do Freddie Mac, que carregavam algo em torno de US\$ 5 trilhões em hipotecas, obrigou o Governo Federal dos EUA a realizar uma operação de resgate, comandada pelo Fed, de US\$ 200 bilhões para incorporação dessas duas instituições em agosto de 2008.

A partir de setembro de 2008, a cronologia precisa ser diária, dada a rapidez com que a situação se deteriorou. Há um consenso entre a maioria dos analistas que a falência do Lehman Brothers,

um grande banco de investimentos americano, em 15 de setembro foi o detonador do colapso geral do sistema financeiro americano e global. Como se sabe diferentemente dos casos anteriores, o Lehman Brothers não foi socorrido pelas autoridades monetárias americanas e, por essa razão, declarou falência. É preciso acrescentar que esse banco de investimento era emissor primário de uma massa imensa de produtos financeiros carregados por instituições nos EUA, na UE e em outros mercados. Por essa razão, a falência do Lehman, justificada pela ortodoxia, arrastou todo o sistema financeiro global para a maior das crises desde 1929.

Imediatamente, o Merrill Lynch, outro grande banco de investimentos americano, teve que ser comprado pelo Bank of America para não ter o mesmo destino do Lehman Brothers. No dia 17, a AIG precisou que ser estatizada pelo governo americano; a forma escolhida foi a concessão de um crédito de US\$ 85 bilhões em troca de 80% de participação em seu capital.

No dia 18, houve uma megaoperação conjunta dos seis maiores bancos central para injetar US\$ 180 bilhões no mercado. Nesse momento, o secretário do Tesouro norte-americano, Henry Paulson, começou a formular um plano de resgate do sistema financeiro americano. No dia 19, ocorreu um pequeno alívio no mercado financeiro internacional em decorrência do anúncio desse plano de resgate do governo americano. As bolsas reagiram positivamente, apresentando uma alta após uma sequência longa de quedas. No dia 21, esse plano do governo foi enviado ao Congresso americano. Em 22 de setembro – quero lembrar que hoje é dia 30 de setembro – mais um banco inglês apresentou dificuldades muito sérias e foi rapidamente adquirido por outro banco inglês³⁶.

Em relação ao plano de resgate enviado pelo Secretário do Tesouro ao Congresso americano, houve uma reação de clara insatisfação por parte dos democratas. O plano, que a princípio, tinha três páginas, recebeu uma série de alterações feitas pelos democratas que apresentaram uma contraproposta mais detalhada, com cerca 40 páginas, ainda no dia 22 de setembro.

Em 24 de setembro, o Goldman Sachs e o Morgan Stanley, depois de incorrerem em pesados prejuízos, pediram às autoridades monetárias americanas o enquadramento como bancos comerciais. Até aquele momento, por serem bancos de investimento não estavam

sob a proteção do Fed, mas, também não eram sujeitos às regras para bancos comerciais. Em outras palavras, esses bancos de investimento abriram mão da total autonomia de condução dos negócios para poderem usufruir do benefício de contar com um “prestamista em última instância”.

No dia 25, o secretário do Tesouro e o presidente do Banco Central Americano foram sabatinados pelo Congresso americano. Ainda no dia 25, houve uma reunião na Casa Branca, convocada pelo presidente Bush, com os dois candidatos à Presidência: John McCain e Barack Obama. No final desse mesmo dia, às 23h30, McCain anunciou que os republicanos rejeitariam o plano. No dia 26, uma sexta-feira, a situação era de impasse no Congresso em relação ao Plano de Resgate do Executivo. Nesse mesmo dia, o *Washington Mutual* teve que ser comprado pelo JP Morgan Chase para não ir à falência.

Dia 27 e 28, um fim-de-semana, mais bancos, dessa vez na Europa, apresentaram gravíssimos problemas. Um importante banco inglês³⁷, igualmente relacionado com empréstimos imobiliários, foi estatizado. Um banco alemão³⁸ foi socorrido por um consórcio de bancos alemães e também pelo governo alemão, dada a gravidade da situação. Além disso, houve uma operação realizada por três governos, Holanda, Bélgica e Luxemburgo, para estatizar um grande banco e seguradora³⁹.

Nos Estados Unidos, apesar de um acordo entre os partidos republicano e democrata sobre o pacote de salvamento do sistema financeiro, a Câmara rejeitou o plano de resgate ontem⁴⁰. Só no dia de ontem o mercado acionário dos Estados Unidos perdeu US\$ 1,2 trilhão e houve uma queda dramática em várias outras bolsas, inclusive aqui no Brasil.

Com esse resumo, fica absolutamente explícito que há não só uma grave crise financeira, mas uma crise política nos Estados Unidos que talvez não se esgote após as eleições em 04 de novembro. E cá estamos nós, hoje, dia 30, quando o Tesouro americano e o FED anunciaram linhas emergenciais de empréstimos em torno de US\$ 150 bilhões, e operações de *swap*⁴¹ com os bancos europeus de cerca US\$ 310 bilhões a perguntar se o pior ainda está por vir.

Com essa difícil pergunta, passo a palavra ao Prof. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo.

PALESTRA

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Antes de tudo, gostaria de agradecer o convite, é uma honra estar aqui na DIREITO GV, uma instituição com a qual tenho tantas e tão boas relações há muitos anos. A começar pelas relações pessoais: Ary [Oswaldo Mattos Filho], Paulo [Clarindo Goldschmidt]⁴², Maria Lúcia [Mantovanini Pádua Lima] e Yoshiaki [Nakano]. O Ary [Oswaldo Mattos Filho] foi meu colega de Faculdade de Direito⁴³ e, ainda que nós militássemos em partidos diferentes, tive a honra de sentar-me ao lado dele. Tenho boas lembranças do Ary [Oswaldo Mattos Filho], como meu opositor, sempre foi uma pessoa cavalheiresca e nossas divergências sempre se deram em um nível bastante civilizado. Não é mesmo, Ary [Oswaldo Mattos Filho]?

Depois desse “epitáfio” que a Maria Lúcia [Mantovanini Pádua Lima] fez para o sistema financeiro, gostaria de começar minha exposição pontuando algumas questões que precisam ser sublinhadas, para se esclarecer qual é a natureza dessa gravíssima crise.

Ainda há pouco, comentava com o Yoshiaki [Nakano] que há uma questão central que precisa ser destacada nessa crise: trata-se da progressão, nos últimos dez anos – talvez 20 anos – dos métodos de alavancagem promovidos, sobretudo, pelos bancos de investimento que não estavam sob a supervisão do Fed.

Essa capacidade de alavancagem está fundada em uma estratégia que é corrente. Esses bancos não são bancos comerciais, portanto, não têm depósitos, mas se comportam como se tivessem e, por isso, fazem parte de *Shadow Banking System* (ou Sistema de Bancos-Sombra). Essa expressão foi criada por um estudioso dos ciclos financeiros, Hyman Minsky, que era considerado um economista um tanto obscuro; um obscuro economista keynesiano que escreveu um livro maravilhoso, na década de 1970, intitulado *John Maynard Keynes*⁴⁴. Nessa obra, Minsky resgata Keynes, como um economista que estuda a natureza monetária e financeira da economia capitalista, e procura mostrar que a economia que Keynes estudava não era uma “economia de feira-livre”, e sim, uma economia guiada pelos critérios de *Wall Street*. Minsky disse essa banalidade e, no entanto, os economistas convencionais continuaram tratando os mercados financeiros como se fosse um mercado de feira-livre.

Só para lembrar, a Teoria dos Mercados Eficientes defende o ponto de vista de que, dado o nível da informação existente, os agentes, racionalmente, desenvolvem estratégias que culminam em situações que impedem ganhos superiores aos da média e, ao mesmo tempo, de formação de bolhas que são autocorrigidas. Eventualmente, pode ocorrer formação de bolhas, mas são corrigidas automaticamente. Portanto, com esses pressupostos sobre o funcionamento dos mercados financeiro seria indesejável que os governos tivessem alguma interferência regulatória nesse mercado. Diante das informações existentes, o “mercado” realiza a melhor alocação possível dos recursos.

Minsky tentou mostrar exatamente o contrário, que as decisões dos agentes financeiros se dão a partir de um ambiente de interação subjetiva muito forte e que, ao contrário do que supõe a ortodoxia, a concorrência leva à passagem da predominância de situações em que os balanços são equilibrados, situações chamadas *hedge*, para situações especulativas e, a seguir para situações *Ponzi*. Chamamos de *Ponzi* as situações nas quais os agentes já estão operando com grau de endividamento superior ao fluxo de receita de seus ativos no curto, médio e longo prazos. É tão simples quanto isso.

Nos últimos anos, diria que as transformações institucionais nas finanças americanas se deram na direção da desregulamentação e no sentido de que era possível obter bons resultados com a auto-regulação. Em boa medida, os dois acordos internacionais, Basiléia I e Basiléia II também se fundavam sobre o pressuposto de que a auto-regulação seria suficiente para impedir que ocorressem episódios de crise sistêmica. E, ao mesmo tempo, os mercados passaram a desenvolver, com grande intensidade, derivativos, tanto de crédito como derivativos que estavam ligados a eventuais flutuações de preços dos ativos, de taxas de juros e câmbio, o que significava que seria possível estabelecer defesas contra os riscos de mercado, de preços e de liquidez.

Essa liberalização se deu ao mesmo tempo em que as regras estabelecidas na década de 1930, pelo Glass-Steagall Act,⁴⁵ foram se desfazendo. Nos último 30 anos, desde 1979 depois da recuperação da função do dólar como moeda reserva decorrente da política monetária de Volcker, - que subiu os juros, quebrou alguns países

da periferia –, a economia americana teve uma sucessão de ciclos de expansão com recessões muito moderadas.

Essa política monetária restritiva do FED restaurou a função do dólar como moeda reserva, mas também causou uma recessão nos EUA que durou do início de 1980 até meados de 1982. A partir de então, a economia americana começou a se recuperar baseada em *déficits* crescentes da Balança de Transações Correntes e do Orçamento Público e na capacidade de atrair continuamente financiamentos externos para cobrir esses *déficits*⁴⁶. Desde então, a economia americana transitou por períodos de crescimento muito favoráveis, muito acima dos observados na década de 1970, e com recessões muito curtas – de 1990 a 1991 e de 2000 a 2001. Cabe lembrar que a política monetária restritiva foi sendo abrandada após a segunda metade da década de oitenta e tornou-se bastante expansiva na década de 90.

Durante todo esse longo período de quase 30 anos, o desempenho favorável da economia determinou a percepção de que os riscos envolvidos nas operações financeiros eram muito tênues. Essa idéia de que os riscos eram insignificantes, acompanhada de políticas monetárias muito permissivas, com taxas de juros muito baixas, estimularam os agentes e instituições a aumentarem seus ganhos a partir da multiplicação de suas posições em ativos: ou seja, alavancando essas posições.

Esse fenômeno estava ocorrendo desde a década de 1990, manifestado, por exemplo, por meio da chamada “bolha de tecnologia” baseada na capitalização muito rápida das ações das empresas de tecnologia na Nasdaq, a bolsa das ações de empresas de tecnologia.

Lembro-me que escrevi, junto com o Luciano Coutinho, um artigo intitulado *Inflação de Ativos em uma Economia Monetária*⁴⁷, em que mostrávamos que a lógica do ciclo de acumulação havia mudado um pouco. A lógica era baseada na elevação dos preços dos ativos financeiros que resultava em um efeito riqueza, ou seja, os detentores desses ativos passavam a contar com um estoque de riqueza inflacionado pelo aumento contínuo do preço desses ativos e, por essa razão aumentam seu grau de endividamento por meio da emissão de novas obrigações. Esse processo, por sua vez, estimulava o consumo e o investimento.

Na década de 1990, Ben Bernanke⁴⁸, atual presidente do Federal Reserve, escreveu um artigo abordando a ligação entre a acumulação

de artigos financeiros, a valorização desses ativos e a capitalização desses ativos, completando um ciclo de crédito. Bernanke mostrava que havia uma ligação muito clara entre esses três elementos constitutivos do “ciclo de crédito”. É importante retomar esse processo, pois, depois da curta recessão de 2001 ocasionada pelo esgotamento da valorização das ações desse segmento de alta tecnologia, o ciclo de crédito migra dessas ações para os imóveis. Essa migração foi possível por meio de uma ação muito pronta, muito expedita, do Fed que em 2000/2001 reduziu rapidamente os juros, deu liquidez ao mercado e atraiu as instituições para o financiamento hipotecário. Foi uma transição muito rápida.

Como bem disse a revista *The Economist*, foi uma ação de grande eficácia do “maníaco soprador de bolhas”, que era como classificavam Greenspan. A revista *The Economist* têm uma seção especial em que os analistas criticam acidamente o comportamento dos *policy makers* e dos mercados. Desde o início, esses analistas perceberam que havia um claro redirecionamento do crédito concedido pelo Federal Reserve, dando muita liquidez ao mercado e permitindo que a pequena crise que se abateu sobre o mercado de ações de empresas de tecnologia, fosse digerida rapidamente, e em 2002 já se observava uma aceleração do preço de ativos no mercado imobiliário, com uma expansão brutal do crédito.

Na verdade, o crescimento do preço dos imóveis já vinha acontecendo desde a segunda metade da década de 1990 em uma trajetória bastante razoável. Mas, há uma forte aceleração a partir de 2002. Nesses ciclos de valorização de ativos e expansão de crédito, o que se nota é que, por incrível que pareça, há uma concentração em alguns ativos. Houve uma enorme concentração em cima dos empréstimos hipotecários e dos imóveis e, ao mesmo tempo, uma diversificação do risco, a partir da emissão de derivativos de crédito, como *Collateral Debt Obligation*, *Credit Default Swap* ou *Mortgage-backed Certificate*, que acabaram se espalhando pelo sistema financeiro em geral, contaminando o conjunto das instituições financeiras. Acredito que todos tenham conhecimento desse processo: os bancos concediam o crédito imobiliário originando uma hipoteca e, a partir dessa operação inicial, empacotavam esses créditos com qualidades diversas para emitir derivativos como o *CDO*.

Procedimento semelhante ocorreu com as fusões e aquisições. Não vamos nos esquecer que, no período, as fusões e aquisições também se aceleraram e os papéis eram distribuídos por outras instituições financeiras. Como as instituições financeiras tinham dificuldade em avaliar a qualidade dos vários produtos financeiros, entregaram essa tarefa para as agências de classificação de risco, que, por sua vez, classificavam os riscos desses papéis sem saber exatamente as condições da concessão de crédito inicial. Deve-se acrescentar que inúmeros papéis receberam avaliação máxima de segurança (AAA) sem que essas agências de *rating* soubessem remotamente qual era a composição da *tranche* de crédito sobre a qual tinha sido emitido o derivativo.

Diga-se de passagem, que a criatividade dos mercados fez com que também fossem criados os chamados *Special Investment Vehicles*, SIVs, que faziam parte dos produtos dos bancos-sombra. Na verdade, tanto os emissores dos *SVIs* quanto os bancos de investimento eram financiados no *Asset Back Commercial Papers*. Ou seja, essas emissões como não correspondiam a depósitos diretos eram cobertas por meio de *Commercial Papers*, papéis de prazo de no máximo de 90 dias, adquiridos por agentes de perfil conservador que, normalmente evitam operações mais arriscadas e matem aplicações no interbancário. Ou seja, aplicações de curto prazo no *money market*. E à medida que o crédito ia se expandindo, é claro que os detentores de ativos financeiros - famílias e firmas - iam ficando mais enriquecidas. No período, mesmo que a renda e o emprego não tenham crescido expressivamente o efeito riqueza alimentou esse mercado. Em suma, as operações se davam sempre por meio de alavancagem fundada em crédito de curto prazo ou em operações compromissadas no mercado aberto. Era uma pirâmide invertida, cuja base era formada pelas operações de curto prazo.

É preciso dizer que houve um crescimento muito grande da finança securitizada, comparada com a finança intermediada pelos bancos. Desde a crise da dívida dos países em desenvolvimento no início dos anos oitenta, os bancos comerciais começaram a perder espaço no volume de crédito total, inclusive nos Estados Unidos. E como esses bancos não iriam deixar de participar da “festa”, securitizaram os empréstimos já concedidos, boa parte dos créditos podres dados aos grandes devedores, e adotaram essa prática para

as novas concessões de crédito. Isso mostra uma conexão entre os bancos comerciais e os *shadow banking system*, dos quais já falei. É importante lembrar essa questão da ampliação da securitização, porque os mercados securitizados são muito sensíveis a variações de liquidez; uma mudança súbita na liquidez se reflete imediatamente no preço desses papéis. E quando se tem uma flutuação de liquidez muito importante, o preço dos papéis cai e, é claro, as instituições começam a apresentar prejuízos seguidos. Como todos estão muito alavancados, os prejuízos são transmitidos entre as instituições, e além de ser muito sensível, esse contágio é muito rápido.

A lógica desse movimento de acumulação era a seguinte: enquanto o mercado estivesse em ascensão e os imóveis continuassem se valorizando, isso produziria, simultaneamente, a possibilidade de aumentar a capacidade de endividamento das famílias e do próprio sistema financeiro. Muitas famílias compraram uma segunda, uma terceira casa, ou mais imóveis. Outras famílias se endividaram, em cima desse colateral, para comprar carro ou para gastar mais com o cartão de crédito. Foi articulada uma teia de endividamento da economia, tanto das famílias como do próprio sistema financeiro. Nesse período, nos Estados Unidos, a dívida das famílias e a dívida interna do setor financeiro tiveram um crescimento surpreendente e alimentaram o crescimento econômico dos EUA e de muitos outros países.

Portanto, a base desse movimento de acumulação foi, sobretudo, o endividamento das famílias, isso porque as empresas americanas não investiram pesadamente. Essas empresas tinham se desalavancando na crise de 1990–1991 e não retomaram o investimento. A empresa americana estava investindo em outro lugar: na China. Houve uma separação clara entre consumo e investimento, uma ruptura; e pouca gente chama a atenção para esse detalhe. Na verdade, a mancha manufatureira foi constituída na China, que produzia produtos baratos – tanto de consumo como peças e componentes – para os Estados Unidos.

Como mencionei anteriormente, a renda dos americanos cresceu pouco e o emprego, modestamente. Pode-se perguntar: “É um absurdo, como é que a economia americana cresceu?”. Cresceu, porque as famílias se alavancaram de uma maneira brutal. A relação dívida/renda disponível no final de 2007 nos Estados Unidos era a seguinte: a dívida era 140% da renda disponível e 100%, do PIB. Só

para se ter uma idéia de quanto era isso em 1929 – que foi um período semelhante, em que se teve efeito riqueza em decorrência da bolsa de valores –, a relação dívida das famílias/renda disponível era de 45%. Jamais se teve uma relação tão alta como a de agora!

Esse grau de endividamento brutal das famílias torna a solução dessa crise muito complicada. Se não se equacionar o estoque de dívida das famílias, não se retomará o consumo e terá que ser feito um ajuste perverso: cortar gastos. Vamos imaginar que, depois dessa crise, fosse possível restabelecer e reanimar o crédito nos Estados Unidos. Mesmo assim, as famílias não teriam capacidade de se “sobreendividar”. Além de estabilizar o sistema financeiro esse é outro problema crucial e pouco discutido.

O processo de endividamento das famílias chegou ao cúmulo de gerar o fenômeno chamado *subprime*.⁴⁹ O *subprime*, que equivale a mais ou menos 30% do total da dívida hipotecária, foi construído a partir da idéia de que se o risco foi transferido para outrem, através da emissão de derivativos, estava-se administrando convenientemente os eventuais riscos de inadimplência dos tomadores desses créditos. Em outras palavras, a instituição que concedia o crédito original repassava para outro agente para deixar de carregar esse risco em sua carteira. Por sua vez, o segundo agente financeiro usava essas operações iniciais de crédito para criar derivativos que eram vendidos para outro agente e assim sucessivamente. Para esse procedimento ser lucrativo era preciso aumentar brutalmente o volume de concessão de crédito inicial. Poucos analistas comentam, mas o critério era fazer o maior volume possível e não avaliar a qualidade do crédito. Para isso, as instituições começaram a capturar os devedores menos qualificados: os chamados clientes “ninja”. Ou seja: *No Income No Job or Assets*⁵⁰. Forma espirituosa de denominar clientes sem nenhuma capacidade de pagamento. As instituições atraíam esse tipo de cliente prometendo que, nos dois primeiros anos, eles pagariam uma taxa de juro simbólica e, praticamente nada do principal, ou seja, sem amortização.

Ocorreu uma infeliz coincidência: o preço das casas começou a cair exatamente no momento em que seria necessário que esses pagamentos passassem a incluir parte do principal e algumas das condições previstas nos contratos passaram a ser revistas. A combinação desses dois eventos levou ao início da inadimplência. Como a Maria

Lúcia [Mantovanini Pádua Lima] mostrou, no segundo semestre de 2006, o preço das casas começou a cair. Dois anos depois, no último mês de agosto, a queda foi de 16%, considerada a maior redução de preços até o momento.

Quando o preço das casas começou a cair, ocorreu também uma queda no valor dos derivativos com redução no patrimônio das famílias e aumento da inadimplência. Evidentemente, esses ativos financeiros carregados por inúmeras instituições passaram a ter preços em queda e cada vez menos liquidez. Por essa razão, as instituições começaram a liquidar os papéis que ainda tinham negociabilidade, ou seja, procuravam vender o melhor e não o pior. É bom lembrar que na crise não se vende o que é ruim, se vende o que é bom. Daí nasce a seqüência de problemas no sistema bancário – tanto no *shadow banking system* quanto no sistema bancário comercial –, que é o fenômeno da fuga dos investidores, famílias, fundos, que estavam adquirindo os *commercial papers* e que passaram a ficar com medo das condições em que esses papéis estavam sendo negociados. O que acontece é que a crise evolui rapidamente, de uma crise de liquidez para uma crise de solvência, no caso da inadimplência que aumenta muito. E, o que é mais grave, está se assistindo agora a uma crise de contração de crédito, um *credit crunch*. Isso é o inferno.

Charles Kindleberger, um historiador das finanças e das crises financeiras, escreveu um livro clássico, *Manias, Panics and Crashes*,⁵¹ que traz estudos avançadíssimos e interessantes sobre a evolução financeira do século XIX para cá. Kindleberger costumava dizer, com muita razão, que nenhuma crise financeira tem muita importância enquanto não atingir o âmago do sistema de crédito. É o que aconteceu com a crise atual: já atingiu o âmago do sistema de crédito. Diante do aumento da desconfiança, a crise atingiu a disposição dos bancos em dar crédito. É isso que está acontecendo hoje nos Estados Unidos e muitos outros países.

Essa situação está clara. O Banco Central americano injeta liquidez e o sistema de crédito simplesmente não roda, porque há o risco da contraparte. Além disso, há o fato de que as instituições financeiras estão realizando grandes prejuízos. Lembro quando meu pai me contava da corrida bancária na crise de 1929. Agora voltamos a assistir a um processo de corrida bancária silencioso: via internet.

Não se sabe qual é o risco de sua contraparte e, ao mesmo tempo, há uma saída de depósitos e fuga dos mercados financeiros. Tudo secou. De modo que a discussão central sobre essa crise é como o governo americano vai conseguir reverter a situação do sistema financeiro e restabelecer as condições de crédito. A minha opinião é que a atual proposta do governo está *escorregando* em relação a essa resistência dos bancos em emprestar.

É uma coisa muito simples. Como a alavancagem foi demasiada, quando ocorreu a crise, os bancos, com esse conjunto de inter-relações que descrevi, começaram a desalavancar. Como sabem a desalavancagem não pode ser feita simultaneamente por todos. Se todos tentarem desalavancar simultaneamente, ninguém conseguirá fazê-lo – ou irá ser feita com uma perda de riqueza brutal.

A esse respeito, evoco o Paradoxo da Parcimônia de Keynes, segundo o qual a sociedade não pode aumentar a sua taxa de poupança simultaneamente, porque a poupança de um é a renda do outro.

Mudando um pouco de perspectiva, a desalavancagem não pode ser feita simultaneamente, a não ser que se tenha um *tercius*, no caso, um *Lender of Last Resort* - prestador de última instância-, ou o Estado, se preferirem, que entraria para permitir uma desalavancagem feita de maneira ordenada.

Do meu ponto de vista, tanto Bernanke como Paulson não se deram conta de que a crise era muito mais profunda e muito mais grave do que imaginaram inicialmente. Na verdade, tergiversaram, tinham dúvidas sobre o que estavam fazendo. Na ocasião da quebra do Lehman, talvez tenham pensado: “Não vamos aumentar o risco moral, deixe o Lehman quebrar”. Quando foi anunciada a quebra, é que se soube que o Citibank tinha US\$ 100 bilhões no Lehman. Nada mais, nada menos do que US\$100 bilhões no Lehman, que afirma que o banco estava apenas custodiando aquele valor.

Aliás, os bancos estão tendo de fazer a apresentação de seus prejuízos devagar porque, na verdade, se revelarem tudo de uma vez, o *crash* será ainda mais violento.

O que é grave nessa história é que a crise atual, ao contrário de todas as outras, atingiu o âmago do sistema financeiro: a capacidade do sistema voltar a alavancar e voltar a emprestar. É como querer chutar com os dois pés. Está-se desalavancando, portanto, não se pode voltar a alavancar. A questão agora é essa.

Na crise de 1929, esse processo foi ocorrendo - não é verdade que a política econômica de Hoover⁵² não tenha tentado, por exemplo, dar liquidez aos bancos. Essa é uma história, contada por Friedman,⁵³ que não é verdadeira. Durante o governo Hoover foram feitas grandes operações de *open market*, para dar liquidez aos bancos. Como ocorreu uma forte deflação de preços e o problema da dívida dos agricultores já era bastante grave, os bancos não responderam a esse aumento de liquidez concedendo novos empréstimos.

Estamos vivendo mais ou menos a mesma situação agora. Enquanto não se resolver o que fazer com os ativos tóxicos, o crédito não vai ser retomado. E mais, mesmo que o governo compre esses ativos não está dito que os bancos voltarão a emprestar.

Na reforma financeira promovida por Roosevelt⁵⁴ foi criado o *Reconstruction Financial Corporation* (RFC) para a concessão de empréstimos diretos às empresas. Naquele momento, foi estatizado o crédito. Desculpe ter de dizer isso, sei que é meio deselegante falar em “estatizar o crédito”, é algo bastante desagradável, mas Roosevelt estatizou o crédito. No limite, é o que terá de acontecer também na atual crise. De outra forma, não acredito que o *credit crunch* seja superado.

Não sei todos perceberam, mas está havendo uma tremenda concentração bancária. Na melhor das hipóteses restarão três grandes bancos nos Estados Unidos: Bank of America, Citibank e JP Morgan. O resto será poeira. Na prática, tem-se uma enorme concentração bancária, o que facilitaria o Fed – caso desejasse – fazer um controle mais estrito do crédito e impor uma regulamentação mais restritiva. É mais fácil regulamentar quando se tem um sistema concentrado. Os bancos de investimentos, como sabem, sumiram. O sistema está se movendo em direção a algo parecido com sistema bancário da Europa Continental. Gostaria de lembrar que a Inglaterra quase replicou o modelo americano, mas não é o caso da Europa Continental.

Também na Europa, os bancos se envolveram na aquisição de papéis muito alavancados. Dos bancos europeus, o UBS, um dos maiores bancos da Suíça, é o que está mais fragilizado. Já na Inglaterra, o preço dos imóveis subiu mais do que nos Estados Unidos, em termos reais, portanto, a bolha imobiliária naquele país foi muito pior. Na Espanha, houve uma bolha imobiliária financiada por bancos comerciais; logo, ocorreu um nível de alavancagem menor.

A pergunta que eu lanço para discussão é a seguinte: Qual será o tamanho da recessão global, diante desse travamento dos mercados de crédito? Essa é a grande questão. Porque essa crise que começou no segundo semestre de 2006 foi indo, foi indo, e alcançou o coração do sistema nos últimos dias. Essa é uma grande oportunidade para os professores de teoria monetária de rever todas as teorias ensinadas a partir de meados dos anos oitenta. Teorias essas que não têm muito mérito e poderiam ser jogadas no lixo.

Existe uma relação entre estoque e fluxo monetário, e há a necessidade de se diferenciar esses dois conceitos. Aquilo que havia sido destruído pelos monetaristas poderá ser discutido agora, com mais tranquilidade, porque a crise deixou óbvio que, mesmo se as autoridades monetárias aumentarem a liquidez não está garantido que o crédito seja restabelecido. Os agregados monetários vão se contrair caso o crédito não funcione. Não adianta ter dinheiro no cofre do banco. É preciso que os agentes que fazem investimento, que consomem, demandem esse dinheiro e os bancos concedam o crédito. Se o fluxo de crédito interrompido, haverá dificuldade para a economia recuperar-se.

Concluo reiterando essa pergunta incômoda: Qual será o tamanho da recessão que o mundo vai experimentar? Em minha opinião, essa crise é muito mais profunda e complicada do que a de 1929, porque os mercados não eram tão integrados como são agora. Os mercados, todos os mercados, são muito mais integrados; não só os dos países desenvolvidos, mas também os da periferia. Vejam como a Bolsa de São Paulo quase que bate em uníssono com a Bolsa de Nova York. E não é só porque há ADRs⁵⁵ e sim porque há vários canais de comunicação entre ambas as bolsas.

Não vamos nos iludir e achar que o Brasil vai escapar pela tangente. É fato que os bancos brasileiros não participaram ativamente desse “festival”. Há condições de que atravessemos a crise com alguma galhardia, mas não sem danos. Quem tiver um palpite, peço que conte de que tamanho será a recessão global?

Muito obrigado.

DEBATE

Pergunta da audiência

Boa tarde a todos, desde sua palestra em agosto no Instituto Fernando Henrique Cardoso, o que mudou? Naquela ocasião, fiquei muito assustado; de lá para cá, o mercado não parou de piorar. Onde é que isso bate?

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Faz um mês, exatamente no mês em que as coisas se agravaram muito, que ficou claro que não se tratava de mais uma “bolha”. Naquela ocasião, alguns participantes disseram que a crise era uma simples crise de liquidez e que seria administrável pelas ações de provimento de liquidez pelos bancos centrais. Porém, foi ficando cada vez mais claro que era algo muito, além disso! Também não havia a percepção de que o Brasil poderia ser atingido. O Brasil já está sendo atingido pelo canal do crédito, porque o crédito para a exportação secou, está muito escasso e, além disso, muito caro. Está-se se pagando, em dólar, 14% para uma operação de ACC⁵⁶ de 90 dias. Isso tem implicações para as exportações brasileiras, o governo vai ter de tomar uma providência, usando os instrumentos disponíveis, para dar respaldo aos exportadores.

Por outro lado, há o canal do comércio. Se minhas antecipações estiverem razoavelmente certas, teremos uma forte contração do comércio, com queda expressiva de preços de *commodities*.

Hoje, por exemplo, uma grande empresa siderúrgica chinesa (Baosteel Group) resolveu reduzir os preços do aço. A China vai desacelerar. Não vamos nos iludir. As exportações pesam cerca de 35% no PIB chinês. A economia chinesa é muito aberta. Não estou falando $X+M$, mas só de exportações. Já se nota uma transmissão para dentro da economia chinesa com uma queda de exportações de investimentos relacionados com exportações. Se entrarem no site do *People's Bank of China*, verão que há uma grande preocupação por parte das autoridades chinesas. Tanto que a China já reduziu a taxa de juro e o compulsório, que haviam sido recentemente aumentados para enfrentar a inflação. Não esqueçam que a pauta mundial de economia no primeiro semestre foi a elevação dos preços dos alimentos e outras *commodities* e impactos inflacionários

decorrentes. A rápida reversão de cenário teve uma resposta muito veloz do governo chinês reagiu muito rapidamente. A China não tem *banco central independente*, por isso o governo tem muita autonomia para reagir de acordo com os interesses da nação.

Essa reação imediata do governo chinês decorre da percepção da inevitável contração no comércio internacional que terá consequências graves para a China afetando diretamente a economia chinesa e a estabilidade política do país.

Penso que o Brasil enfrentará uma situação parecida, ainda que tenhamos vantagens: o grau de participação das exportações no PIB brasileiro é bem mais baixo do que o da China, mais ou menos a metade, cerca de 14%. Essa é nossa vantagem. O que a princípio era visto como um problema- pequeno grau de abertura da economia brasileira- passou a ser uma vantagem na crise. Dizia-se que a economia brasileira era fechada, agora a economia fechada amortecerá um pouco o efeito da crise.

Mas já se nota que, devido à desconfiança geral, está ocorrendo uma contração do crédito doméstico em reais. Está ficando mais caro para os bancos captarem e, na verdade, está havendo uma concentração muito grande da liquidez empossada nos grandes bancos; os bancos pequenos estão tendo de vender suas carteiras para os bancos grandes, para recuperar a liquidez. Digamos que esses são esses os efeitos iniciais. Mas, lembro que a eclosão da crise ocorreu há apenas quinze dias!

Tudo vai depender da intensidade da recessão mundial. Se for do tamanho que muita gente imagina, será muito difícil que o Brasil mantenha o desempenho de hoje. O Brasil terá uma redução na taxa de crescimento. Espero que a política econômica não importe a recessão para dentro do Brasil, como os alemães fizeram em 1930. Sempre dou esse exemplo porque, em 1930, logo depois do *crash* da Bolsa, o chanceler Heinrich Brüning⁵⁷, que era do partido católico, na coalizão com o SPD, resolveu subir os juros e equilibrar o orçamento, para esperar que o mercado se recuperasse. Mas o mercado não se recuperou. Em 1933, quem se recuperou foi o Hitler, que foi eleito porque a depressão chegou rapidamente.

Não quero dramatizar, mas que isso sirva de experiência histórica. Quando se entra em uma recessão global, sobretudo com mercados muito articulados, é preciso mudar a gestão da política

econômica. Em uma situação como essa, ficar esperando que os mercados de crédito internacional se recuperem rapidamente é correr um risco sério.

Pergunta da audiência

Prof. [Luiz Gonzaga de Mello] Belluzzo, o senhor sempre consegue fazer uma análise econômica muito técnica, mas levando em consideração o arranjo político, isso é muito interessante. Nessa linha, como o senhor vê a eleição americana? Ontem [29.09.2008] o plano foi derrotado pela maioria republicana. Dependendo do resultado dessas eleições qual será o desfecho econômico nessa crise? Qual seria o cenário?

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Essa é uma boa pergunta. A atitude da Câmara dos Deputados em rejeitar o pacote não é uma atitude meramente eleitoreira ou eleitoral. Está baseada em certas convicções. Os congressistas estão reagindo dessa maneira porque uma fração importante da sociedade americana – talvez a maioria dos eleitores republicanos – entende que não é legítimo o Estado intervir na economia, pois essa prática levaria ao socialismo. Essa parcela de eleitores são a favor do *free market*, do livre mercado, e se opõe radicalmente à intervenção do Estado. Essa é uma convicção profunda porque corresponde a uma forma de percepção sobre as relações econômicas. O Estado é visto como um inimigo que deve ser evitado a qualquer custo. É um mal necessário. O Estado deve interferir o mínimo possível. Para essa parte da sociedade americana é muito difícil perceber as conexões que existem dentro de uma economia de mercado.

Desde a Independência americana, a participação do Estado foi intensa na construção do sistema financeiro americano e na proteção da sua economia. Os Estados Unidos eram um país extremamente protecionista, muito protecionista, o mais protecionista do século XIX, e certamente a sua industrialização se deu em cima dessa capacidade de estimular os seus mercados financeiros e, ao mesmo tempo, proteger a sua indústria. Essa é uma tradição da política americana. Um dos *founding fathers* era claramente a favor da proteção da manufatura, tanto que morreu em um duelo. Vocês sabem quem é?⁵⁸.

Essa tradição de intervenção do Estado na economia passou a ser cada vez menos reconhecida pela sociedade. O *New Deal*⁵⁹ foi uma interrupção que Roosevelt promoveu nesse processo de convencimento que o indivíduo está só e a partir de sua racionalidade e de seu espírito criativo consegue obter os melhores resultados. Nas últimas três décadas o sucesso continuado da economia, com pequenas recessões que foram abortadas, esse pensamento se consolidou. É muito difícil colocar no escaninho de um eleitor americano conservador, que tem certeza que o sucesso individual decorre das próprias virtudes, a percepção das conexões existentes entre o indivíduo e o resto da sociedade.

O Presidente Roosevelt é uma lembrança muito remota. Falar de Roosevelt para um jovem americano é como falar de Getúlio Vargas para um adolescente brasileiro. Para ambos, tanto Roosevelt como Getúlio Vargas é da mesma época de Nabucodonosor.

Convencimento e percepção são problemas sérios. Não podemos desprezar o quadro de referência ideológica ou mental que se tem diante de uma crise como essa.

Diria que essa percepção do indivíduo na sociedade não era a posição dominante na década de 1930. Não é verdade que Hoover tenha ficado passivo frente ao *crash* de 29. Hoover tentou abortar, interferir, impedir que a crise se agravasse. É bem verdade que Andrew Mellon, secretário do Tesouro no governo de Hoover, dizia: “Não, é preciso deixar purgar. Tem de liquidar”. Em certo sentido, os deputados atuais disseram: “Não, deixe que o mercado se ajuste”. O mercado, de fato, se ajusta. Quanto a isso, não há dúvida. Resta saber o custo desse ajuste. O custo do ajustamento é a liquidação, é o desemprego, é a crise de crédito, é o caos.

Não sei se concordam, mas no episódio da discussão do plano de resgate, Barack Obama foi muito conservador. Talvez por saber que tem que dar o recado para aqueles que acreditam que a interferência do Estado na economia é um mal absoluto. Nós, que somos mais macunaímicos, de certa forma aceitamos essa interferência com mais tranquilidade. O antiestatismo é irmão gêmeo do estatismo. Se não se compreender que há uma relação necessária entre o Estado e o mercado, nas economias contemporâneas, perde-se a capacidade de análise, e vira-se maniqueísta: “Ou-ou”. E, obviamente, não é assim.

Quer ganhe Obama, quer ganhe McCain, o futuro presidente terá de navegar cuidadosamente, para impedir que a ação da política econômica necessária se choque com esses preconceitos consolidados na alma do povo americano há anos.

Não vamos nos esquecer de que, em 1929, Roosevelt teve de enfrentar os conservadores tradicionais e um movimento fascista poderoso, com lideranças importantes, e, por lado, um movimento comunista igualmente influente, também com lideranças significativas. Roosevelt navegou por entre essas forças.

A situação, hoje, é diferente. Existe uma posição conservadora sólida dentro da sociedade que acredita nesse dogma antiestatista. Mas, também há uma fração, talvez minoritária, que é mais liberal, no sentido americano. Uma crença em qualquer dogma, em uma sociedade moderna, é muito perigosa.

Pergunta da audiência

Professor, gostaria de retomar esse tema do *ethos* antiestatista americano. Queria saber do senhor em que medida a desregulação do sistema financeiro é a raiz do problema atual e o que seria possível construir, em termos de regulação, *ex ante*, para evitar novas crises. Além dos EUA, como remodelar a regulação financeira em nível global? A segunda pergunta é sobre o plano de resgate. Ao incluir medidas que têm impacto na remuneração dos executivos financeiros estaria implícita a idéia de punição?

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

As questões são complementares, ainda que definam âmbitos diferentes. O processo de desregulamentação financeira e de liberalização das contas de capital aconteceu concomitantemente. Isso começou na década de 1980 e boa parte da crise japonesa deve-se ao fato de que o mercado japonês, que era muito regulado e defendido, desregulamentou-se subitamente.

Bill Clinton, um democrata, impulsionou ainda mais esse processo de desregulamentação. Tanto que, o Gramm-Leach-Bliley Act de 1999 introduziu os supermercados financeiros e deu liberdade para que o *shadow banking system* fizesse o que foi feito.

Greenspan foi advertido várias vezes que o sistema estava começando a entrar em uma zona perigosa, por causa da alavancagem.

Houve pressões para que o FED multiplicasse os requerimentos de capital, controlasse os bancos, especialmente os do *shadow banking system* que estavam alavancando em demasia. Mas, isso não ocorreu. Quando os riscos estavam começando a ficar graves, o FED reduziu as taxas de juro e não fez mais nada. Havia muita gente respeitável nos Estados Unidos pedindo para que o sistema fosse mais regulamentado e que houvesse mais cuidado em relação às instituições que estavam fora do controle do Fed. Nada foi feito.

Em seu livro, Greenspan diz claramente que era impossível identificar uma bolha e, mesmo que fosse identificada, não seria o caso de controlá-la *a priori*. Acredito que a desregulamentação teve uma responsabilidade enorme no desencadeamento dessa crise. Ou seja, a idéia de que os mercados financeiros tendiam, apesar de algumas bolhas, a restabelecer a própria estabilidade; norteou as ações do Banco Central americano, das autoridades reguladoras, e da *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Diria que há uma unanimidade entre os especialistas de ambas as extrações ideológicas – as mais liberais e menos liberais –, de que é preciso controlar a alavancagem. Essa é a proposição geral. Se pegarmos James Galbraith ou Dean Baker, que são mais à esquerda, Paul Krugman, ou gente mais conservadora, como Bill Gross, da Pimco, um gestor de ativos muito eficiente, esperto e inteligente, acham que não é possível manter o sistema do jeito que está. Então, há um consenso. Mas não vamos nos iludir, isso vai depender muito da correlação de forças políticas dentro do Congresso. Como vimos, não vai ser fácil encaminhar essa regulamentação.

Sobre a pergunta a respeito dos bônus, creio que isso faz parte do moralismo americano, que também contamina a esquerda também.

Penso que há essa diretriz de punir os responsáveis. Mas, a responsabilidade por essa crise não é de agentes individuais, e sim do sistema que funciona dessa maneira. Em relação à remuneração dos executivos financeiros, se tomarmos o último texto do *Economic Policy Institute*, há uma pesquisa mostrando que esse tipo de remuneração não ocorre apenas nas instituições financeiras, mas também nas empresas. Na média, a diferença entre o que recebiam os executivos e os trabalhadores, nos anos cinquenta, era mais ou menos de 35 vezes, hoje é de 285 vezes. Isso reflete a deterioração da distribuição de renda nos Estados Unidos. Mas há quem diga: “Não, em

termos absolutos, todo mundo melhorou”. É verdade, todo mundo melhorou, mas uns muito menos que outros. Se tomarmos os salários *average*, as remunerações médias e mesmo as medianas, as diferenças foram se acentuando muito. Houve algum progresso nessas remunerações, em termos reais, nos últimos anos. Mas, de fato, para os que estão no topo da pirâmide a renda aumentou muito mais. O mesmo se aplica para o como o endividamento médio das famílias que é de 140% sobre a renda disponível. Só que as famílias 2% mais ricas são, na verdade, credores, ou aplicadores líquidos no sistema. Todas as demais famílias (98%) são devedoras. E o pior, quanto menor o nível de renda maior o grau de endividamento. Para se ter uma idéia, quando vai se aproximando da base da pirâmide, a família deve 300% da renda disponível!

Falta uma resposta para uma questão muito oportuna – por que esse desarranjo tem relação, ainda que não pareça direta, com o sistema monetário que foi constituído depois da desvinculação do dólar ao ouro, após a declaração unilateral do governo americano em 1971.

Esse fato propiciou uma grande flexibilidade aos Estados Unidos, sobretudo depois de 1979 com a revalorização do dólar, ensejando a possibilidade de manejar a política monetária e fiscal a seu próprio favor. Essa autonomia de gestão de política econômica foi permitida dado o fato que a cúspide do sistema passou a ser constituída pelos títulos do Tesouro americano. O que se observa agora, em um momento de crise, de desconfiança no sistema monetário americano, é que a liquidez se concentra em títulos do Tesouro americano e no dólar. É um paradoxo! Mas, essa preferência resulta da percepção por parte dos agentes econômicos de que a essência desse sistema é formada pelos títulos públicos e a moeda dos EUA. Tanto isso é percebido pelos agentes econômicos como, na verdade, o ativo de última instância, o mais líquido, o mais seguro é a moeda americana assim como os títulos do Tesouro.

O agravamento da crise de crédito aumentou muito a preferência pela liquidez e os agentes têm buscado cada vez mais títulos do Tesouro americano, mesmo que a taxa nominal de juros seja próxima de zero. Esse sistema internacional é necessariamente assimétrico porque exige um ajustamento menor dos Estados Unidos do que exige dos outros países.

A partir da constatação dessa assimetria os asiáticos decidiram acumular reservas em dólar, praticando uma política mercantilista de comércio exterior e apoiando seu crescimento na dinâmica das exportações, com forte expansão no mercado externo, acumulação de reservas e taxas de juro baixas. Basta observar a China. O presidente do *The People's Bank of China* tem um poder desmesurado: pode sustentar ou promover a derrocada do dólar. É evidente, que os efeitos negativos dessa atitude iriam respingar na China.

Portanto, a meu ver, hoje não seria possível fazer o que o Volker fez em 1979. Aproveito para contar uma estória. Fui como repórter econômico da *Gazeta Mercantil* à reunião do Fundo Monetário Internacional de 1979 em Belgrado. Ninguém sabia, mas havia uma tentativa dos europeus, com apoio velado dos japoneses, de substituir o dólar por um ativo emitido pelo Fundo, a chamada “conta de substituição”, lastreada em uma cesta de moedas. Na verdade, o dólar estava se desvalorizando desde 1973 e havia uma forte inclinação dos demais países avançados de substituir o dólar por outro ativo. A idéia era ter outro ativo, mais seguro, menos sujeito à desvalorização e que mantivesse a liquidez do comércio internacional e do mercado financeiro.

O Volker saiu da reunião do Fundo, voltou para os Estados Unidos e subiu a taxa de juro. Naquele momento, outubro de 1979, a taxa de juros real era negativa. A taxa de juros nominal subiu de 6% para 12%; de 12% para 14%; e de 14% para 21% em menos de um ano. Os europeus ficaram de joelhos, tiveram que ajustar suas economias àquilo que determinava essa recuperação da condição do dólar como moeda reserva; fizeram a chamada deflação competitiva. Alguns países do Terceiro Mundo quebraram, dentre eles o Brasil. Volker reimpôs a hegemonia, porque isso é muito importante: salvaguardar a soberania da moeda, sobretudo quando ela é internacional.

Esse é um fenômeno político, não é um fenômeno puramente monetário e revela qual é a natureza política da moeda. Os neoclássicos nunca conseguiram incluir a moeda em seus modelos de maximização de utilidade. Sempre que tentam fazer, não conseguem. A moeda é um fenômeno extra-econômico, é um fenômeno de natureza política, decorre da soberania. Sempre foi assim.

Claro que sempre há um conflito entre a moeda regulada pelo mercado e a moeda regulada pelo *príncipe*. Isso acontece desde a Idade Média e se acentuou com o Capitalismo. Todo o conflito do mercantilismo é um embate entre potências que procuram se assenhorear da condição de soberanas monetárias globais. Ainda é assim. Nós estamos assistindo a isso. Mas o que acontece é que o próprio desenvolvimento da economia americana e sua expansão internacional criaram as condições que colocam em questão a continuidade dessa expansão e, portanto, a sua soberania monetária. Não estamos mais em 1979.

Não estamos mais em 1979 nem em 1944, agora vivemos outra etapa, aquela em que a distribuição das reservas internacionais vai obrigar os Estados Unidos enfrentar uma discussão do novo sistema monetário, ou seja, da revisão do sistema monetário vigente. Será imprescindível sentar-se na mesa com seus parceiros competidores que são, sobretudo, os asiáticos, mas também o Brasil e a Índia. É isso que penso. Não sei como isso vai se dar. Descartadas as conjecturas catastróficas, uma forma de “guerra global, mas dado o poder de destruição, penso que não teremos isso, os EUA terão que discutir com os demais parceiros quais serão as regras do novo sistema monetário internacional.

Como será o financiamento? Provavelmente, teremos de reler as obras completas de Keynes, e mesmo a proposta inicial americana para o Acordo *Bretton Woods* de 1944,⁶⁰ que era muito inteligente, porém, utópica, muito avançada para o seu tempo. O Congresso americano não abriria mão da condição dos EUA de país credor, naquele momento.

O Keynes afirmava com muita convicção que é preciso ter uma moeda propriamente internacional para uma economia que se internacionaliza crescentemente. Além disso, são necessários ajustamentos de balanço de pagamentos que não sejam inflacionários, para que um país não jogue sua recessão em cima do outro.

Essa é minha opinião, mas ninguém sabe a resposta correta porque, no fundo, essa é uma discussão que tem relação com o poder político dos países que estão envolvidos nessa questão.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Gostaria de fazer uma pergunta rápida. O que deverá acontecer nos

próximos 36 dias, antes da eleição do próximo presidente dos Estados Unidos? A transição entre presidentes dificultará ainda mais a condução dessa crise?

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Maria Lúcia [Mantovanini Pádua Lima], Max Webber tinha uma frase em que dizia que na ciência não há lugar para demagogo. Se lhe respondesse que sei, estaria violando esse princípio de Webber. Portanto, eu não sei, não tenho a menor idéia. Mas arrisco dizer o seguinte: Obama ou McCain vão assumir o comando da economia americana em condições muito difíceis; essa crise terá um longo período de desenvolvimento e não vai se extinguir agora com esse pacote de resgate.

Suponhamos que, na próxima quinta-feira,⁶¹ o Congresso aprove esse pacote de resgate. A partir de então, terá que ser resolvida outra questão que é a da concomitância da necessidade de alavancar e desalavancar. Imagino que esses 36 dias que antecedem a eleição não vão melhorar a situação para nenhum dos candidatos. O eleito terá uma difícil missão pela frente e deverá fazer opções complicadas.

Teremos pessoas recomendando: “Capitalizem os bancos. É melhor aumentar a participação do Estado por meio de uma injeção direta de capital”. O caminho escolhido pelos japoneses foi tentar salvar os bancos. Na opinião, o único caminho por meio do qual, nesse contexto, se consegue resolver alguma coisa é nacionalizando os bancos. Como fizeram o México e a Suécia. O único jeito de se restaurar a confiança, é dizer: Agora, o dono do banco é o Estado. Com isso, se começa a restabelecer a confiança que é o elemento que foi rompido.

A pergunta que se pode fazer é, dada a gravidade da crise e concentração do mercado financeiro, é mais fácil estatizar os bancos? Penso que a concentração facilita e muito a estatização porque os bancos que vão sobreviver são bancos múltiplos, universais, como chamo os bancos europeus. São bancos em que vai ser muito mais fácil, não só a estatização, mas também a regulamentação.

Todo mundo esquece que em 1982, na crise da dívida, o Pinochet estatizou o sistema bancário chileno para poder sobreviver à turbulência. Chile, Suécia, México, todas, experiências bem-sucedidas. Em todos esses casos, houve um período de estatização. Não

que fique satisfeito com estatizações. Não é isso. A solução por meio de estatização tem relação com a centralidade do sistema financeiro na economia capitalista. O capitalismo não é uma economia *de mercado*: o mercado é apenas um instrumento de acumulação privada. O sistema financeiro é despótico. Quando está crescendo, parece que não, mas, depois, na crise, tem de se respeitar a centralidade. Infelizmente, o capitalismo não funciona sem o sistema de crédito. E o sistema de crédito não funciona se for deixado às leis da concorrência, na crise. É preciso controlar e apenas o Estado é capaz de exercer essa função em momentos de crise.

Com isso se restabelece, simultaneamente, a confiança e o capital próprio do banco. O problema, a seguir, é recompor o capital próprio.

Pergunta da audiência

Como irei fazer a última pergunta, gostaria de saber a opinião do prof. [Luiz Gonzaga de Mello] Belluzzo sobre o mercado de capitais brasileiro. Dada a importância do capital estrangeiro na economia brasileira, qual seria a alternativa para a indústria brasileira não precisar diminuir sua taxa de investimentos frente à maior dificuldade de conseguir crédito, inclusive, em decorrência das perdas na Bolsa de Valores?

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Sáimos de uma situação, no ano passado, em que ocorreram inúmeros IPOs, todos muito bem-sucedidos e que, simplesmente, com o avançar da crise, perdeu-se essa possibilidade. Não é viável fazer um IPO hoje, e muitos IPOs foram suspensos porque as condições de liquidez do mercado de capitais não permitem que se faça.

O financiamento do investimento no Brasil ficou quase que limitado ao BNDES; a acumulação interna de lucros; e, o financiamento de curto prazo dos bancos. O BNDES tem problemas como a limitação de recursos, mas o governo está tentando solucionar essa questão com a capitalização adicional do Banco. Os lucros retidos dependem do desempenho da economia. Se a economia começar a desacelerar, diminui-se a proporção de lucros retidos. O crédito de curto prazo poderá também sofrer restrições com o agravamento da crise no Brasil. Considero que o elemento-chave

agora é o governo tentar manter, pelo menos o crédito para o curto prazo. Na verdade, as empresas brasileiras sempre tiveram que usar o crédito de curto prazo, que era renovado, para sustentar seu ritmo de atividade.

Mas, não sei lhe dizer em que medida o crédito interno vai contrair-se. Haverá contração, o governo precisará reagir rápido.

Para completar o que estava dizendo, caso se deixe que esse processo se ajuste espontaneamente, ocorrerá um ajuste para baixo. Por isso, é preciso que o Banco Central reaja, reduza o compulsório, por exemplo. Se não for capaz de resolver a restrição de crédito com o compulsório, terá que tomar outras medidas para garantir um nível mínimo de crédito na economia. Por exemplo, contingenciar crédito para permitir que a economia continue a funcionar. Caso se perca a oportunidade, o crédito se contrai e quando se perceber, já foi para o buraco. Contingenciar crédito, fazer controle de crédito, tudo virou pecado. Mas, em uma situação como essa, não tem jeito.

Finalmente, em relação à Bolsa de Valores brasileira, é preciso lembrar que quando ocorre uma crise como essa, acontece o fenômeno da indiferenciação. Todos os agentes buscam a liquidez e não diferenciam mais a empresa que vai ter um resultado muito bom daquela que vai ter um resultado muito ruim. A indiferenciação é terrível, porque não discrimina. Quando se tem a economia funcionando é possível diferenciar um ativo mais promissor de um menos promissor.

Na crise, todos perseguem para a liquidez, sem diferenciação. Tanto na ascensão quanto na crise, ou na mania e no pânico, os mercados financeiros se comportam da mesma maneira: não se diferenciam os ativos. Quando se tem uma crise, muda-se a natureza da percepção. Corre-se para a liquidez e se escapa de qualquer ativo particular. Os ativos particulares em condições normais são sempre passíveis de serem transformados em riqueza monetária, mas, em uma há uma ruptura nesse processo de transformação. Essa transformação passa a ser muito perigosa e difícil. O economista francês Michel Aglietta chama isso de processo de indiferenciação.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Em nome da DIREITO GV, gostaria de agradecer imensamente ao Prof. [Luiz Gonzaga de Mello] Belluzzo pela excelente exposição

feita. Gostaria de agradecer também a presença do Prof. [Yoshiaki] Nakano e de todos os que aqui estão. Até o fim do ano, depois dos 36 dias, em que teremos os resultados da eleição nos Estados Unidos, provavelmente, faremos mais um encontro e tentaremos analisar o que nos reserva o próximo ano.

Para finalizar, lanço a pergunta mais difícil desta tarde para o Prof. [Luiz Gonzaga de Mello] Belluzzo: quem vai ganhar o Campeonato Brasileiro de Futebol deste ano?

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Na verdade, gostaria que fosse o Palmeiras, mas não confio muito, não.

A REGULAÇÃO E A CRISE FINANCEIRA

Palestrantes: Otávio Yazbek e Pedro Dutra

Comentadores: Ary Oswaldo Mattos Filho, Maria Lúcia Mantovanini Pádua Lima e Arthur Barrionuevo Filho

Moderador: Alkimar Ribeiro Moura

Alkimar Ribeiro Moura

Em nome da Escola de Administração de Empresas de São Paulo e do Departamento de Economia agradeço a presença de todos. Esta mesa, reunida para debater o tema da “Regulação e a Crise Financeira”, já tinha sido programada há quatro semanas e a idéia contar com a participação da imprensa para a devida dar cobertura desse evento. Infelizmente, a reunião em São Paulo do G-20⁶² no último final de semana [08 e 09. 11.2008] monopolizou a atenção da mídia mesmo sendo um não evento que gerou apenas declarações genéricas. Espero que o nosso seminário seja um pouquinho melhor do que a reunião do G-20 de sábado e domingo. Temos aqui dois palestrantes e três debatedores convidados: o Dr. Otávio Yazbek, advogado, diretor de Auto-Regulação da Bovespa Supervisão de Mercado; o Dr. Pedro Dutra, também advogado, conselheiro do Ibrac,⁶³ especialista e autor de regulação e concorrência. Da Fundação Getúlio Vargas como um todo, tenho a honra de contar com a participação do Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho, diretor da DIREITO GV e ex-presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); da Prof. Maria Lúcia Mantovanini Pádua Lima, Coordenadora de Relações Internacionais da DIREITO GV; e do Prof. Arthur Barrionuevo Filho, professor do Departamento de Economia.

O debate de hoje funcionará da seguinte maneira: terei o papel de moderador. Vamos começar pelos nossos visitantes. O assunto, como sabem, girará em torno de regulação e crise financeira.

Para iniciar a discussão, gostaria de chamar a atenção para o fato de que a crise está sendo atribuída à ausência de regulamentação, ou seja, uma regulamentação muito frouxa e mesmo inexistente em alguns segmentos do mercado, principalmente fundos de *hedge*⁶⁴ e outros derivativos, contas fora do balanço dos bancos. Essa inadequação regulatória teria gerado essa crise, que é uma crise que realmente acontece a cada 50 anos. O problema todo é a falta de

regulamentação nos mercados de derivativos e nessas contas chamadas fora do balanço.

Na semana passada, li em um artigo que alguns reguladores americanos tentaram estabelecer algum controle no sistema de derivativos para refrear uma excessiva alavancagem financeira no início dos anos 2000. Mas, Greenspan, Rubin e Levitt, presidentes do FED, do Tesouro e da SEC respectivamente, opuseram-se de maneira muito violenta a essa iniciativa. Na verdade, ocorreram tentativas de controlar do sistema financeiro americano, mas esses importantes reguladores se opuseram, argumentando que uma maior regulação reduziria a criatividade e a eficiência dos mercados. Lembro também, que desde 1994 o FASB⁶⁵ chamava à atenção para as operações *off-balance sheet*.

Portanto, mesmo nos Estados Unidos, não faltaram pessoas e instituições apontando a necessidade de regular essas operações mais complexas de derivativos e as colocadas fora do balanço dos bancos.

Esse pequeno comentário foi para dizer que a crise, hoje, é uma crise por falta de transparência, de opacidade nos ativos que algumas pessoas e agências já tinham se antecipado ao problema e tentado resolver, mas os maiores reguladores, pelo menos nos Estados Unidos, se opuseram a isso.

Feitas essas colocações iniciais, passo a palavra ao Dr. Otávio Yazbek, para as suas considerações.

PALESTRAS

Otávio Yazbek

Gostaria de agradecer o convite da DIREITO GV e da EAESP e dizer já de pronto que pretendo trazer a discussão para uma dimensão bem concreta. No Brasil, parece-me que o que está colocado na ordem do dia – e que ainda não aparece plenamente nos debates –, é a questão de quais são os desafios que se colocam para as estruturas regulatórias vigentes hoje no País, em razão desse quadro de crise generalizada. Nesse sentido, gostaria de partir de um pressuposto. Tenho a forte impressão de que muita coisa que hoje se discute como solução, como salvação da lavoura em mercados que sempre se venderam como institucionalmente mais refinados, em alguma medida, já existe no País. E já havia, no Brasil, como em outros países em desenvolvimento, em razão da própria necessidade de captação de recursos que, na década de 1990, fez com que se reestruturassem diversos sistemas financeiros.

Há alguns exemplos bastante claros desse processo. Talvez, o primeiro deles resida na criação do Sistema de Pagamentos Brasileiro em 2002; o SPB, que foi implementado a partir da Lei 10.214, deu proteção às transferências interbancárias, retirando um risco que era exclusivamente assumido pelo Banco Central, ou quase exclusivamente assumido pelo Banco Central e blindando, de alguma forma, o sistema, de uma maneira extremamente engenhosa e em consonância com muitas das recomendações que feitas à época nos comitês do *Bank for International Settlements* (BIS).

Outro exemplo seria o da identificação de co-emitentes finais nas operações de bolsa no Brasil. Essa identificação está ligada de forma um pouco mais indireta à necessidade de captação de recursos, mas, sobretudo, porque captação de recursos, na década de 1990, estava muito vinculada à imagem de transparência, de controle de lavagem de dinheiro. Na verdade, tive a oportunidade, recentemente, de participar de reuniões da Convenção de Haia e do Unidroit,⁶⁶ em que se verificou que há uma dificuldade muito grande para a uniformização de regimes de mercados de capitais ao redor do mundo. Dificuldade relativa à detenção de ativos, à forma de reconhecimento da detenção de ativos e da utilização dos ativos detidos, cujo obstáculo reside no fato de que, em muitos países,

nomeadamente nos Estados Unidos – país mais importante em que não existe essa obrigatoriedade – não se identifica o co-emitente final, nos sistemas de bolsa. Nesse sentido, os registros são todos feitos pelos intermediários, que costumam ter muito mais liberdade para registrar, tanto os próprios ativos quanto as posições dos co-emitentes.

Esse procedimento reduz muito a visibilidade do sistema. O Brasil foi atacado, nos últimos anos, por exigir essa identificação do co-emitente. Mas, hoje já se percebe, no mundo, que talvez essa seja uma medida importante para aumentar a transparência do sistema.

No que tange à atuação de custodiantes, o sistema de custódia, no Brasil, ainda padece de alguns vícios e dificuldades, decorrentes de uma regulamentação bastante obsoleta. Essa é uma instrução da CVM, do começo da década de 1990, que trata da matéria. Mas, de qualquer forma, não existe custódia plenamente descentralizada.

Gostaria de trazer um último elemento: na verdade diz respeito não ao mérito, mas a uma insipiência do sistema brasileiro, que acabou funcionando para nos proteger. Alguns instrumentos, arranjos institucionais de maior risco acabaram não sendo adotados no Brasil – a despeito da pressão de alguns agentes que mencionavam méritos e vantagens – e, com isso, os riscos inerentes a esses produtos ou a esses instrumentos acabaram por não se manifestar.

Refiro-me, expressamente, a alguns mecanismos de securitização. Embora já haja, hoje, no Brasil, uma estrutura de securitização bastante avançada, sobretudo a partir da regulamentação dos fundos de recebíveis. Faço alusão, também, aos derivativos de créditos, ou *credit default swaps*.⁶⁷ É bem verdade que, não tendo mercado para esses instrumentos, nós também não temos as grandes vantagens que estes podem trazer, do ponto de vista de administração de riscos e de uma melhor alocação de recursos. De qualquer forma, talvez hoje haja uma “besta negra” a menos a ser apontada nos debates em torno do que falta e de quais são os problemas de regulamentação de mercado.

Dito isso, verifico que a discussão vem se conformando ao redor do mundo em torno das necessidades de regulamentação de mercado de capitais, o que acaba envolvendo alguns riscos bastante graves, típicos de momentos de crise. Há o risco de respostas deslocadas ou desnecessárias em alguns casos. Darei alguns exemplos: recentemente, se viu que muitas empresas vêm reclamando,

para os reguladores e para as próprias bolsas, do comportamento de seus papéis em mercado, em razão, alegadamente, das chamadas vendas a descoberto. Diz-se que os agentes de mercado têm vendido papéis a descoberto, o que força o preço a cair. Geralmente, se vende papel a descoberto.

Nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) restringiu as vendas a descoberto para os papéis de 19 instituições financeiras, que vinham se desvalorizando violentamente. Lembrem que instituições financeiras com papéis em bolsa tendem a ficar mais vulneráveis em momentos de crise, por causa da excessiva desvalorização de seus títulos emitidos. A SEC restringiu, sobretudo, as chamadas operações de *naked short sale* – vendas a descoberto em que não se entrega o papel. Uma vez que essas operações são registradas pelo próprio intermediário, se a parte ficar inadimplente, não há nenhuma caracterização desse inadimplemento para eventual aplicação de penalidade. O agente, simplesmente, fica rolando aquela posição, sem precisar comprar o papel.

Nas últimas semanas, executivos de muitas empresas, ao verem o mercado despencar, comentaram: “Ah, a culpa é da *naked short sale*” – que é o que está acontecendo nos Estados Unidos e é o que gerou medidas mais rigorosas por parte da SEC.

Quando se observa as condições em que são feitas as vendas a descoberto no Brasil, (1) sempre com sistemas centralizados de empréstimo de títulos; (2) sempre com a obrigação de entrega dos títulos, ou seja, de efetiva entrega dos títulos na liquidação da operação de venda; (3) com ônus bastante significativos para os participantes que descumprirem as obrigações, percebe-se que essa é uma discussão que, de fato, não se coloca no Brasil. Basta verificar quantas obrigações desse tipo são descumpridas no Brasil: algo em torno de zero. É muito provável que o preço dos papéis daquelas empresas americanas estivesse caindo de fato, pois a conjuntura é suficientemente adversa para explicar essas quedas.

Esse é um exemplo de um debate que tende a surgir, e ainda vamos ter vários outros parecidos e que me parecem fora de lugar. Talvez tenhamos de enfrentar o tradicional problema das idéias fora de lugar, mas que isso seja feito em uma dimensão bastante crítica, para evitar cometer determinados equívocos. Momentos de crise, muitas vezes, instigam esse tipo de problema.

Outra questão que gostaria de trazer e que está diretamente relacionada, também, a esse tipo de estímulo que existe para o regulador e para os órgãos reguladores em momentos de crise, diz respeito à combinação bastante peculiar de medidas que temos tido no País – e que tendem a continuar – e ao conceito de regulação.

Ficou muito claro para os agentes reguladores no Brasil que muito do que precisa ser feito aqui, em face das peculiaridades dessa crise e do sistema de regulação no país, diz respeito à necessidade de garantir liquidez no mercado, ou seja, garantir condições para que o mercado brasileiro permaneça líquido. E isso não tem propriamente relação com medidas regulatórias e, sim, com medidas de política econômica. Essas decisões não são decisões técnico-regulatórias, no sentido de que visam eliminar determinadas distorções do mercado. São medidas que têm um cunho prudencial.

Penso ser muito importante fazermos uma distinção entre o que é verdadeiramente regulatório e o que é “anticíclico”. Se é que anticíclica seja uma expressão correta. Eu me albero na minha não formação econômica para poder usar essa expressão com maior liberdade. Cada vez mais, em situações de crise de mercado ou em mercados extremamente complexos, o regulador tem estímulo para tomar decisões que são mais políticas que regulatórias. Essa é uma tendência que já se verifica, por exemplo, em muitas das discussões em torno de governança corporativa, no País.

Falar em governança corporativa é falar em conteúdo da administração, ou falar em boa administração. Muitas das medidas que se vêm adotando, em matéria de governança corporativa, muitas das coisas que se fez constar da própria Lei 6.404, a partir da Lei 10.313/2001, talvez não devessem estar lá, não fossem medidas regulatórias ou medidas de conteúdo efetivamente jurídico. Vamos a um exemplo até bastante simplório: a discussão do preço justo no fechamento de capital. Uma lei que usa uma expressão como “preço justo” está trazendo todo um universo que é extra-regulatório, extralegal. Em razão dos desafios com que nos deparamos, parece-me que esse é o momento em que os reguladores e os auto-reguladores devem agir. Claro, com serenidade e espírito crítico, sem o desespero de dar determinadas respostas que não sejam necessárias no Brasil.

Com isso, espero ter lançado algumas provocações, alguns temas que poderão ser mais bem discutidos. Obrigado pela atenção.

Alkimar Ribeiro Moura

Agradeço ao Dr. Otávio Yazbek a brilhante intervenção. Antes de anunciar o próximo convidado, aproveito para dizer que Dr. Yazbek ocupará o cargo de diretor da CVM, a partir de janeiro do próximo ano. Lamentamos que isso o obrigará a deixar a direção de Auto-Regulamentação da BSM mas, pelas intervenções que costuma fazer, certamente, servirá bem ao Brasil em seu posto na CVM. Passo a palavra ao Dr. Pedro Dutra.

Pedro Dutra

Agradeço ao Prof. Alkimar [Ribeiro] Moura o convite para debater o tema desse seminário com três ilustres colegas e dois amigos economistas.

Permito-me uma consideração inicial, como forma de introdução, sobre as interessantes observações do Dr. Otávio Yazbek, a respeito do “preço justo”. A primeira lei de telecomunicações americana estipulava que a tarifa relativa à prestação de serviço de telecomunicações deveria ser um *fair price*, preço justo. Muito antes, já se discutia essa noção, que é uma herança da Igreja Católica. Francisco Campos, em um trabalho notável, chama-o “preço dos padres”. A busca do preço justo comprometeu, em boa parte, a regulação das telecomunicações, nos Estados Unidos, porque é impossível achar o preço justo (a salvo de disputas, isto é), o que acaba por comprometer a ação regulatória. Ao se buscar preço justo, frustra-se, na verdade, a regulação. A noção, e a busca, sobretudo, do preço justo está superada, hoje em dia. Claro está, o preço do serviço regulado deve ser razoável, ou seja, o preço deve ser formulado compreendendo os fatores que o informem, acrescido de uma margem de lucro não arbitrário, a dizer, não imposta pelo prestador, mas sim fixado pelo regulador, a partir de critérios objetivos.

A preceituação do preço justo evidencia um risco comum à regulação: inscrever em sua disciplina o que não é próprio a ela. Em certa medida, ocorre o mesmo com “governança corporativa”, cujo nome é um equívoco, porque se trata de administração e não de governança, não existe esse termo em português, ele não conota um sentido preciso. Como de hábito, o vocábulo foi vertido diretamente para o português, sem se ter em conta o contexto histórico e cultural onde se plasmou. Governança corporativa é um problema das empresas – de direito privado, inicialmente. Obrigar as empresas a adotarem uma “governança corporativa” é um dever do regulador, ainda que essa tenha por finalidade guardar o interesse do jurisdicionado e do mercado financeiro?⁶⁸ Ou, ao contrário, devem as empresas, elas mesmas, aperfeiçoar a sua prática administrativa – a sua “governança corporativa” – visando captar a poupança dos investidores?

Quando conceitos fugidios, tal o de governança corporativa, devem ser inscritos no acervo regulatório – esse é um dos primeiros

desafios do regulador. A tanto, é necessário identificar o momento em que ocorre a transição do interesse privado para o interesse público; é a partir desse momento que se vai inscrever determinada regra no aparato normativo da regulação.

O trânsito do direito privado para o público está à base da regulação, trânsito a que Pontes de Miranda chamou, com muita propriedade, de transindividualização do interesse.

A questão, complexa, está em identificar o momento da transindividualização do interesse, quando o interesse deixa de ser individual e passa a ser da coletividade e, portanto, deve ser objeto da regulação, nas hipóteses onde essa é pertinente.

Outro exemplo nesse sentido foi apresentado pelo Dr. Otávio [Yazbek]; pode ou não o regulador, em um momento de crise, proibir a venda a descoberto de ações em bolsa. Aí um exemplo de uma fronteira - entre o interesse privado e o interesse público - de difícil demarcação. Porém, antes de responder positivamente à indagação do Dr. Otávio [Yazbek], há a necessidade de se examinar o perfil dessa crise. É o que procurarei fazer, rapidamente.

A atual é a primeira grande crise do sistema capitalista moderno depois de 1929. Toda crise financeira evidencia uma crise regulatória. Pode-se traçar uma linha: há uma crise regulatória, que alimenta ou gera uma crise financeira, que poderá gerar uma crise econômica. Tivemos duas bolhas financeiras recentemente que não geraram uma crise econômica, mas essa deflagrada em setembro de 2008 - embora iniciada bem antes - está gerando uma crise econômica, sem dúvida.

A partir de 1929, ocorreu, pela primeira vez em larga escala e subitamente, o fenômeno da transindividualização do interesse privado, manifestado no mercado financeiro (em sentido lato, a englobar mercado de capitais e bancos) a que aludimos; na verdade, ali nasceu o conceito de *economia popular*; usava-se, inclusive, a expressão *bolsa do povo*. O Estado que gera poupança pública, administra a poupança pública - deve cuidar dela. Mas a bolsa popular - a poupança privada - passou a ser também objeto de proteção por parte do Estado. Hoje, podemos trocar o nome, - e a academia aprecia a renovação periódica de denominações, por vezes tornando opacos conceitos fundamentais - mas a regulação do mercado financeiro - em seu sentido amplo - visa à proteção da economia

popular, a economia individual que é trazida *do colchão* para o mercado, mercado que não é privado e sim publicizado, porque é regulado, sob a intervenção do Estado em seu funcionamento ordinário, por meio de órgãos técnicos especialmente criados para essa finalidade. O mercado é, deve ser, sempre solar, deve ser sempre aberto ao público, e, modernamente, regulado.

Nesse contexto, é que comento a proposição posta pelo Dr. Otávio [Yazbek] sobre a recente proibição da autoridade reguladora norte-americana, de proibir a venda a descoberto de ações em bolsa, sob a alegação de que essa prática deprime o mercado especialmente, acarretando grandes perdas em um momento de aberta crise financeira.

Essa proibição inscreve-se na corrida atual para se regular o mercado financeiro como um todo. Ela não visa corrigir uma prática intrinsecamente nociva, como bem observa o Dr. Otávio [Yazbek] – ela tem aspectos positivos, os quais, todavia, em um momento de crise, cedem lugar a efeitos negativos. Isto é, nesses momentos, o risco, natural a essa prática, de contágio especulativo, torna-se insuportável, em um mercado deprimido e, portanto deve ser evitado.

É, justamente devido à situação extraordinária do mercado que quer a autoridade prevenir nesse contexto, por meio de uma ação regulatória, a qual ao meu ver, encontra, por essas razões, fundamento jurídico.

Essa ação regulatória, emergencial, leva-nos a examinar a falha (ou o conjunto delas) regulatória que determinou ou não preveniu essa crise econômica global, agora por todos apontada com inédita energia.

Qual teria sido essa falha regulatória? Fala-se muito atualmente ter ocorrido, nos Estados Unidos, nos últimos anos, em lugar de regulação, auto-regulação. O Prof. Alkimar [Ribeiro Moura] acabou de demonstrar que isso não ocorreu e eu concordo. Defendeu-se uma maior regulação, mas essa proposta, correta, foi fulminada pela defesa avassaladora em sentido contrário, feita por agentes econômicos privados, com o concurso de administradores públicos. Contudo, nem nos Estados Unidos e nem na Europa, houve uma revisão estrutural (nem, é verdade, o seu aperfeiçoamento) do modelo jurídico regulatório, do mercado financeiro em sentido amplo.

O arcabouço regulatório remanesceu íntegro – se não foi aperfeiçoado como deveria ter sido, sobretudo nos Estados Unidos, não foi, todavia desarticulado, a ponto de não poder ter sido manejado, como devido, para prevenir ou, ao menos, reduzir os efeitos da crise, com um mínimo de efetividade.

Não houve, portanto, uma auto-regulação. O que houve, em escala jamais vista, foi uma renúncia regulatória, senão desídia regulatória, por parte das autoridades que deveriam exercer a função regulatória e não a exerceram.

Abrindo um parêntese, creio que, atualmente, a fronteira, não a fronteira técnica rígida, especificamente falando, mas a fronteira entre bancos, finanças, e mercado de capitais desapareceu sob a rubrica de mercado financeiro. Tudo forma um conjunto onde há relações nítidas de complementaridade, há uma imbricação necessária em todos esses planos embora, evidentemente, a técnica regulatória se especialize em cada uma dessas subáreas. Estamos falando de um sistema e de subsistemas, e o momento exige uma visão integradora deles.

Nos Estados Unidos, a renúncia da função regulatória deu-se sobretudo na função regulatória preventiva. Faço uma observação incidente: usa-se o termo prudencial, ao se falar de regulação financeira, mais uma vez emprestado da experiência norte-americana, o que não me parece preciso, porque prudência é um atributo da prevenção. Não se previne o risco. O que se previne, como se sabe, são os efeitos eventuais do risco. A regulação é sempre preventiva e repressiva e por isso, no mais das vezes, contracíclica. A prudência é um atributo da regulação. Então, ao se falar de regulação prudencial está a se falar sobre um atributo da regulação preventiva: aquela é parte desta, não existe em si. A prudência, um atributo da regulação, da função preventiva da regulação, não deve ocorrer apenas no sistema financeiro. Por exemplo, é necessário que haja prudência na regulação das telecomunicações. No momento, no Brasil, assistimos a uma imprudência desabrida na regulação das telecomunicações com o estímulo franco do governo à criação de monopólio de infra-estrutura e de operação desses serviços.

Nos Estados Unidos, ocorreu, no mercado financeiro – *latu sensu* – essa renúncia regulatória, que ora assistimos ocorrer no Brasil, no mercado de telecomunicações. Um entre muitos exemplos ilustra a

renúncia à função regulatória, ao seu exercício ordinário, e foi muito bem descrito por Labaton.⁶⁹

Em abril de 2004, cinco dos maiores bancos de investimentos americanos requereram à SEC a revogação do limite de endividamento então em vigor – ou seja, do nível das reservas que deveriam manter para eventuais perdas –, porque queriam carrear esses recursos em reserva para empresas coligadas suas que investiam nos mercados de derivativos. Houve uma tímida e pálida resistência da SEC naquele momento. Um dos presidentes dos bancos requerentes, o Goldman Sachs,⁷⁰ era o Sr. Henry Paulson⁷¹, depois ministro da fazenda no segundo governo George Bush, inclusive quando eclodiu a crise financeira, em setembro de 2008. Houve um acordo, no qual a SEC teria acesso aos números dessas subsidiárias que operariam com esses derivativos nos termos a Resolução 04, de 2004, daquele órgão.

Nos curtos debates então havidos, a diretora de regulação da SEC disse o seguinte: “Não há problema, porque vamos criar uma equipe da melhor qualidade para acompanhar o assunto o que dará condições de prevenir eventuais prejuízos decorrentes dessas operações”. Foi criada uma equipe com sete funcionários para regular um mercado de (então dizia-se) US\$ 4 trilhões, equipe que até setembro de 2008 não havia concluído uma única inspeção.

Quais seriam as razões dessa renúncia regulatória, da qual é frissante o exemplo aqui citado – em uma perspectiva que chamaria, imodestamente, de cultural?

A meu ver, a primeira razão foi uma indevida identificação entre política econômica e regulação do mercado financeiro. O que se assistiu foi uma frouxidão no controle da expansão do crédito por parte do Banco Central norte-americano, com quedas constantes das taxas de juros, o que acarretou uma expansão enorme – e desordenada – de crédito. E, em momento tão promissor como aquele, tão exuberante, como dizia Alan Greenspan, não fazia sentido impor ao crédito uma regulação preventiva muito intensa, porque seria um contra-senso – não cabia, no jargão dos economistas, àquela altura, uma regulação contracíclica. Ora, é próprio da regulação ser, em boa parte, contracíclica. Com a economia crescendo, pensavam e diziam os defensores da renúncia regulatória, o mercado financeiro e a expansão de crédito se acomodariam – se auto-regulariam – porque havia, inclusive, novos instrumentos de

cessões múltiplas de crédito, os derivativos, concebidos precisamente para dissipar riscos, que em tais momentos sempre crescem. Em outras palavras, essas cessões de créditos, múltiplas cessões de crédito embutindo garantias de diversa natureza, como são os derivativos, seriam – e, de fato, são em certa medida – um fator dissipador de riscos. Portanto, era, na ótica então dominante, um contra-senso que, em um momento de exuberância de crédito, de geração de riqueza, com novos instrumentos técnicos de dissipação de risco, houvesse uma intensa ação regulatória preventiva no mercado financeiro, ou mesmo qualquer regulação preventiva.

Criou-se, assim, um clima de repulsa à regulação, argüindo-se, no lugar desta, as virtudes e a eficiência do que, astutamente, denominou-se de auto-regulação, mas, em verdade, pode ser descrito quase como um mercado livre – o anátema do capitalismo moderno (ao contrário do livre mercado, este devidamente regulado, na forma da Lei) porque sempre leva ao abuso do poder econômico e a uma inevitável crise no mercado em causa.

Outro fator muito importante e pouco observado a influir na disseminação e na prática da renúncia regulatória foi a tradição do Partido Republicano norte-americano, de defesa extremada de uma menor intervenção do Estado na economia. Ainda que, nos Estados Unidos, intervenção estatal na ordem econômica não seja a intervenção como se tem no Brasil, onde um ministro de estado, em tom oracular e imperativo diz à direção de agência reguladora cuja independência hierárquica é assegurada em Lei: “Essa medida deve ser aprovada com celeridade pelo órgão regulador porque, eu sei, ela é importante para o país”. Nos Estados Unidos não há esse tipo de desfaçatez (não) institucional. Felizmente, no Brasil isso não acontece em relação ao Banco Central e à CVM, e nem em relação ao CADE, mas acontece em outras agências reguladoras. Mesmo nos Estados Unidos, onde essa prática não ocorre, o Partido Republicano, tradicionalmente, diz que o Estado é negativo, deve retirar-se da economia, e essa linha ideológica ganhou no governo Bush uma força extraordinária, o que ajudou a afirmar esse brutal relaxamento regulatório. Além disso, a esse quadro esse governo mostrou-se extremamente permissivo em face das relações de conflito de interesses e de clara indisposição quanto à publicidade de seus atos. Duas práticas fatais para a boa e efetiva função regulatória.

A meu ver, essas seriam as razões que levaram à crise regulatória, à renúncia regulatória.

Aponto, finalmente, uma questão que merece reflexão, que é o momento em que se pede mais regulação. Há uma reação natural à renúncia regulatória, uma pressão forte por uma maior intervenção estatal, beirando em certos casos a um ativismo regulatório. Observo que, independentemente dos detalhes técnicos que a discussão de um novo perfil da ação regulatória possa e deva requerer, existem, hoje, na cultura jurídica o que chamaria de invariantes regulatórias.

O que seriam essas invariantes regulatórias? A experiência regulatória já consistiu um núcleo irredutível de princípios, infensos à ação corrosiva do tempo, da política e da ideologia. Não se pode mais, hoje, discutir-se – seriamente – certos princípios como, por exemplo, no plano político, a liberdade de imprensa, o direito de ir e vir. No plano da regulação, creio que já existe essa densidade de experiência cifrada, que nos permite dizer que alguns pontos são insuscetíveis de séria discussão. Formam elas as invariantes regulatórias.

O primeiro deles, a transparência da ação regulatória. Deve ser a maior possível. A administração pública, em especial a ação regulatória, deve ser feita à luz do dia, à vista do público, seu destinatário final.

O segundo é o caráter técnico e independente da ação regulatória. Regular só por critério técnico, a salvo da injunção partidária do governo, de um ministro de estado mais ou menos habilitado, menos ou mais loquaz, mas a salvo também de uma política monetária circunstancial, de uma frouxidão excessiva de crédito, por exemplo, de uma onda indiscriminada de financiamentos públicos ao setor privado, pautados por interesses partidários, ou de grupos de pressão, gerando expressivas concentrações empresariais em diferentes mercados. Quando se trata de regulação financeira isso é muito importante, porque o limite entre política econômica e regulação financeira é naturalmente tênue.

Terceiro e último, a ampla disseminação de informações ao mercado. Quer dizer, é necessário que o órgão regulador devolva ao mercado – salvo as exceções justificadas previamente em Lei – as informações que dele recolhe – ou os obriga divulgar, como é o caso dos órgãos de regulação de petróleo, de telecomunicações, de energia elétrica; esses órgãos devem repassá-las imediatamente

ao mercado. Se não é um órgão que, por sua natureza, recolha ou promova ordinariamente a divulgação dessas informações, deve criar instrumentos, como a CVM cria, para que um maior volume e melhor qualidade de informações sejam colocados à disposição do público.

Todas essas medidas, esse corpo de princípios, essas invariantes regulatórias, devem ser consideradas sempre na disciplina e na prática da defesa do interesse público, a ser promovida pela ação preventiva e repressiva dos órgãos especiais de intervenção do Estado na ordem econômica. No caso da regulação financeira, eu usaria um termo antigo, vindo de quem já escreveu sobre literatura jurídica no Império: a regulação deve ser feita tendo em vista a guarda da economia popular. Muito obrigado.

Alkimar Ribeiro Moura

Muito obrigado, Dr. Pedro Dutra, pelos comentários bastante interessantes, e que, em certo sentido, complementam as observações do Dr. Otávio Yazbek. Passo a palavra para o Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho, diretor da DIREITO GV.

COMENTÁRIOS

Ary Oswaldo Mattos Filho

Bom dia, Alkimar [Ribeiro Moura], Pedro [Dutra], Maria Lúcia [Mantovanini Pádua Lima], jovem diretor da CVM e Arthur [Barionuevo Filho]. Bom dia a todos os presentes.

Esta reunião é importante e, certamente, terá desdobramentos, pois se, de um lado, a crise é ruim, de outro, pela perspectiva acadêmica, é uma oportunidade extremamente rara, pela qual estamos tendo o condão de observar a explosão de uma Supernova transformando-se em um Quasar. Esse tipo de experiência é um aprendizado e, na medida em que estejamos um pouco longe da explosão, não somos banqueiros, o aprendizado é mais eficiente, sem grandes danos pessoais.

Se observarmos, toda crise – no histórico da humanidade há uma seqüência de crises, essa não é a primeira e, certamente, não será a última- produziu uma contra-regulamentação. Ou seja, toda crise exigiu a entrada do Estado – ou exigiu, ou o Estado entrou de moto próprio.

Se pensarmos nos desdobramentos da Crise de 1929, veremos que resultou na criação da SEC e toda reestruturação da economia norte-americana implementadas por Roosevelt, o que deu “substância” ao Partido Democrata. No Brasil, no final do século XIX, a Crise do Encilhamento⁷², pura e simplesmente, com a única Bolsa de Valores existente no Brasil, a do Rio de Janeiro.

Com esses exemplos ilustro a afirmação de que cada crise gera um tipo de intervenção estatal. Essa é uma constatação histórica, sem tomar partido a favor da regulação ou a favor da não regulação ou da auto-regulação.

Dentro do tema proposto pelo Prof. Alkimar [Ribeiro Moura], que é o da auto-regulação, a primeira vez que se começou a discutir o tema de maneira mais concatenada, foi na Crise de 1929, quando se discutia o que veio a ser o *Glass-Steagal Act* de 1933. Essa lei foi um marco na regulação do mercado dos EUA, pois se tratava de uma legislação federal se sobrepondo à legislação estadual. Na ocasião, havia uma disputa no Congresso americano sobre a adoção do modelo inglês, de total auto-regulação – como se fosse um clube de cavalheiros –, ou de uma regulação nacional. Em uma tarde, no

Congresso, William Douglas⁷³, foi questionado pelos repórteres qual seria a diferença entre o sistema de regulação em discussão no legislativo americano e o da auto-regulação inglesa. Douglas, que era muito gozador, disse: “A auto-regulação, no sistema americano, vai ser como aquele pai que confia nas virtudes de sua filha. No entanto, quando ela está com seu noivo na biblioteca da casa, o pai fica atrás da porta, com um revólver bem municiado”.

Para começar, penso ser importante definir o conceito de auto-regulação. O conceito inglês não existe mais. Esse conceito vem morrendo aos poucos, através da criação de órgãos de controle: o primeiro foi o Banco da Inglaterra e, hoje, há um órgão específico, “mamútico”, que controla o sistema financeiro, o mercado de capitais e o de seguros.

E qual foi o sistema adotado no Brasil? No que diz respeito à criação da legislação do mercado de valores mobiliários, a minha sensação é que copiamos a legislação americana que foi implantada em um país de tradição europeia continental. Mais especificamente europeia ibérica, ou seja, em o Estado atua com uma desenvoltura muito maior que nos países anglo-saxões.

No Brasil, estamos andando no mesmo passo do que vem ocorrendo no mundo, dentro do sistema financeiro. É um processo contínuo de aglutinação de empresas do sistema financeiro. O mesmo se dá no setor de valores mobiliários, com aglutinação de bolsas de valores. Hoje, existe um processo, ainda não concluído, de fusões, de aquisições, de incorporações, quer de instituições financeiras, quer de instituições intermediadoras de valores mobiliários.

No caso dos EUA, a separação que havia entre sistema financeiro e sistema de valores mobiliários, instituída pela *Glass-Steagall Act*, foi destruída. Os bancos se transformaram em bancos de investimento e, graças a não regulação, estouraram. No momento, os que sobraram estão se transformando em bancos comerciais. Esse processo de aglutinação quer no sistema financeiro, quer no sistema de mercado de valores mobiliários, exige uma maior ação do Estado nacional em casos de crise. Ou seja, hoje, nenhum banco central pode permitir que um banco de médio para grande porte quebre. A autoridade monetária e os bancos estão abraçados em um amor e ódio infundáveis. O que nos remete àquela discussão que existia até pouco tempo atrás, colocada por economistas adeptos de um

liberalismo econômico mais acentuado sobre o *moral hazard* ⁷⁴. Hoje, o *moral hazard* – não sei o que o Pedro [Dutra] pensa a respeito – só existe para quem é pequeno. É o azar do pequeno. *Little hazard*.

O *hazard* virou azar. *Small is hazard*. O que nos leva a crer que a teoria do *moral hazard* deixou de existir, pelo menos, para quem é grande.

Outro ponto que, talvez, seja interessante, é que, na medida em que surge uma crise financeira, aqueles agentes que estão em crise recorrem ao Estado. E, no momento em que recorrem ao Estado, tornam-se mais fracos. E o Estado atende. E por que é que o Estado atende? Porque o que está em jogo é a poupança popular. Nenhum país politicamente organizado consegue resistir a uma crise de confiança ligada à poupança popular. Não existe auto-regulação que consiga vencer isso. A crise é de confiança, é do *trust*. E, se a crise de confiança chegar ao grande sistema financeiro, acabou o país politicamente organizado.

Na minha visão, se agregarmos isso ao grande sistema de fusões e incorporações, de aglutinações que ainda continuam ocorrendo, cada vez mais a regulação irá se sobrepor à auto-regulação. Isso porque o que está em jogo é um perigo muito maior. Não é uma posição política, não é uma vantagem econômica da rapidez, da sensibilidade contra a demanda do mercado. É a estruturação política de um país organizado.

Nesse sentido, acredito que a SEC fez bem em proibir o *naked short sale*,⁷⁵ porque eram os bancos que estavam em risco. É na voreagem do sistema, quando uma instituição quer enfraquecer a outra, para adquiri-la por preço mais baixo no dia seguinte, o que está em risco é todo o sistema financeiro. Não era um impedimento a uma atuação dentro do mercado, mas, sim, de que uma atuação gulosa levasse ou colocasse em perigo o sistema financeiro americano.

Assim como o *moral hazard* desapareceu, em determinados momentos de crise, se aniquila um direito por outro maior. Nessa evolução toda, ou nessa revolução toda, outro instituto que vem, paulatinamente, perdendo seu significado, é o do sigilo bancário e do sigilo das instituições financeiras. E essa extinção vem da pátria do capitalismo. O grande ente que faz pressão para reduzir o sigilo bancário, para acabar com paraíso fiscal, para que todas as transações sejam comunicadas ao governo, são os Estados Unidos.

Não por um problema de ideologia, mas para controlar as drogas e o terrorismo. Em uma crise da magnitude que estamos vivendo há pressões adicionais para eliminar o sigilo bancário devido a necessidade de aumento de transparência das transações financeiras.

Por exemplo, se estivéssemos aqui, em meio à crise, ainda com uma associação civil chamada Bolsa de Valores e uma associação civil chamada BM&F, quem iria calcular o risco sistêmico de atuação nas duas, já que a comunicação não é fluída e nenhum investidor quebra em uma e fica líquido na outra? Quem é que controla o grau de endividamento do cidadão em determinado banco, face ao grau de crédito que aquele outro banco está querendo dar?

E, finalmente, essas considerações nos levam a um ponto, qual seja o da antinomia, que estamos vivendo em um sistema no qual, de um lado, temos de ter a transparência para o investidor, e, de outro lado, a instituição vive da não transparência. Isso acontece porque o sigilo, o segredo é a alma do meu negócio. A lógica é sempre jogar na posição contrária àquela que o outro está jogando.

Concluindo, essa crise nos dá uma riqueza de idéias e uma possibilidade, dentro do meio acadêmico, de assistir, tentar compreender, e sugerir a criação de determinados mecanismos ao Estado ou aos entes da iniciativa privada. A Academia, por estar fora da panela de pressão e do conflito de interesses poderá ter o papel de discutir e propor alternativas para superação da presente crise.

Alkimar Ribeiro Moura

Obrigado pelos comentários, Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho. E, de novo, pontos muito interessantes, que complementam aos já anunciados pelos dois outros debatedores. Passo a palavra para Prof. Maria Lúcia Mantovanini Pádua Lima – que tem a vantagem de ser uma economista atuando na DIREITO GV, por favor.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Obrigada pela presença de todos. Gostaria de lembrar algumas urgências que essa crise financeira internacional trouxe. Evidentemente, vou relacionar essas urgências à reunião do G-20, que ocorreu em São Paulo no último final de semana (08 e 09 de novembro) como preparo para a reunião marcada para Washington no próximo dia 15.

Começo dizendo que concordo com todas as críticas que já foram feitas a essa reunião de emergência do G-20 como a da grande pretensão de lançar o que seria um novo Bretton Woods. Penso que as críticas são pertinentes e vou repassá-las rapidamente, só para enfatizar as dificuldades de se pensar uma Nova Ordem Econômica Internacional.

Em primeiro lugar, essa reunião e a que ocorrerá em Washington estão sendo feitas sem nenhum preparo anterior. Quando se pensa em Bretton Woods,⁷⁶ se fala de uma preparação de pelo menos três anos, feita de uma maneira muito consistente nos Estados Unidos e, também, na Inglaterra – ainda que só a proposta americana tenha sido efetivamente discutida. Uma reunião de presidentes e primeiros-ministros, como a que ocorrerá em Washington na próxima sexta-feira dia 15, tampouco é adequada para discutir os aspectos técnicos que um acordo desse tipo envolve como bem lembraram Dr. Pedro Dutra, Dr. Otávio Yazbek e Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho.

Em segundo lugar, trata-se do final do governo Bush, um governo desacreditado, sem nenhuma legitimidade e, some-se a isso a dificuldade que se terá de um envolvimento maior do novo presidente eleito dos Estados Unidos nesse momento.

São essas algumas das críticas, absolutamente pertinentes, feitas ao G-20, mas queria de ir um pouco além. Gostaria de pontuar que essa crise financeira, ou melhor, essa crise econômica global, obriga que seja feita uma constatação bastante óbvia: não será possível resolvê-la sem um esforço conjunto de vários países. E também há uma percepção, poderíamos até chamar de consenso, de que os países do G-7, as maiores economias do mundo, não serão capazes de resolver os impasses econômicos graves criados por essa gravíssima crise atual.

Essa constatação da urgência de se ter novos instrumentos que possibilitem uma governança global adequada para superação da presente crise deve ser sopesada quando se critica as iniciativas do G-20. A falta de uma adequada governança global é absolutamente evidente. Portanto, a construção dos elementos necessários para se obter melhor coordenação de esforços internacionais nesse momento de crise ocorre de uma forma bastante atropelada, sem contar com as possibilidades existentes em Bretton Woods. Esse

acordo foi uma resposta à Grande Depressão, que pôde ser amadurecida, durante o longo período da 2ª Guerra Mundial.

Não é o caso agora. E a resposta terá de ocorrer com maior rapidez. Por isso, falarei um pouco sobre as possibilidades desse *novo* Bretton Woods. É importante citar que há um grande cepticismo por parte de analistas americanos, em relação à idéia do *novo* Bretton Woods. Lembre-se que essa tem sido uma iniciativa dos governos europeus, a saber, do governo inglês, pressionando os demais governos da União Européia, para se caminhar na direção de um novo arranjo institucional multilateral.

Bretton Woods pretendeu criar regras para os três fluxos da economia internacional, criar um novo padrão monetário internacional, estabelecer um regime de câmbio com objetivo de garantir o pleno emprego nos países desenvolvidos e propiciar o desenvolvimento nos demais. Sabe-se que inicialmente a proposta White⁷⁷ seguia o mesmo sentido da proposta de Keynes, qual seja, de se criar uma moeda supranacional. No entanto, o Congresso americano vetou a possibilidade de se criar essa moeda supranacional. Portanto, o padrão monetário dólar-ouro que deveria ser zelado pelo Fundo Monetário foi alvo de críticas por todos que entendiam ser um problema ter uma moeda nacional cumprindo também o papel de moeda internacional já à época. E, isso, há mais de 60 anos.

Nós sabemos que, em Bretton Woods não foi possível se chegar a um acordo em relação à colocação de regras para o fluxo comercial. Esse objetivo só foi alcançado depois, em 1947 e, ainda assim, de uma maneira bastante limitada.

Desde a ruptura de Bretton Woods no início dos anos setenta muito se tem discutido sobre a oportunidade e necessidade de se ter um novo conjunto de regras à semelhança do que foi feito no imediato pós-guerra. Nas últimas três décadas a prosperidade continua dos EUA e de outros países desenvolvidos tinha adiado a construção de uma nova ordem econômica internacional *sine die*.

Mas, neste momento, a grave crise internacional recolocou a discussão sobre a necessidade de se estabelecer regras internacionais para se contrapor à crise e garantir a retomada de crescimento econômico. Aliás, esta era a preocupação principal em Bretton Woods, dar condições de se manter e de se ampliar os três fluxos econômicos

internacionais e permitir que as várias economias pudessem funcionar de uma forma razoavelmente harmônica.

A preocupação em Bretton Woods é mesma de hoje: manter as economias capitalistas operando com crescimento e razoável estabilidade. Mas, diferentemente do que foi estabelecido em Bretton Woods, hoje terá que se lidar com a questão da instabilidade das taxas de câmbio decorrente dos regimes de câmbio flutuante adotado pela maioria dos países. Vejam o que aconteceu com o dólar nos últimos meses, não só no Brasil, refiro-me ao dólar comparado com as principais moedas internacionais. Essa falta de estabilidade é algo bastante crítico, traz uma vulnerabilidade muito grande para as economias de uma maneira geral.

O que gostaria de indagar é se essa crise vai realmente colocar a necessidade de se trabalhar no sentido de uma nova ordem econômica nacional. Teremos a resposta nos próximos meses. Certamente, não na próxima reunião do G-20 em Washington. Seguindo a mesma linha que o Prof. Alkimar Ribeiro Moura levantou – da questão da nova regulamentação no mercado americano e do mercado internacional – lembro que foi tentado várias vezes, desde o colapso de Bretton Woods, no início da década de 1970, sem sucesso. Pelo contrário, passou-se de um sistema conduzido pelos governos a outro comandado pelos mercados.

Voltar a um sistema internacional com regras emanadas dos governos não será um caminho simples. No entanto, no momento, a gravidade dessa crise abriu uma nova janela de oportunidades.

O novo governo americano que tomará posse em janeiro do próximo ano terá uma necessidade crucial de reconstruir a credibilidade internacional dos EUA. Evidentemente que essa credibilidade vai passar por uma série de questões, mas também passará pela reorganização das instituições internacionais multilaterais. Há quase um clamor para que os Estados Unidos assumam uma liderança benigna, como a que já exerceu em outros momentos. A comoção gerada em relação à eleição de Barack Obama mostra essa necessidade de uma liderança americana, inclusive no sentido de possibilitar uma reorganização econômica internacional e, evidentemente, se evitar uma longa depressão.

Como os economistas gostam de dizer, a recessão já está contratada. Quer dizer, quanto a isso, não há mais dúvida. Agora é

preciso saber como abreviá-la e como minimizar os danos que se entenderão por vários países .

Para finalizar, gostaria de mencionar que o fato de ter sido possível criar uma instituição como a Organização Mundial do Comércio (OMC), que funciona em uma base consensual, diferente de instituições criados em Bretton Woods com o FMI, é alentador. E que, apesar de todas as dificuldades, a OMC tem o papel, nesse momento, de dar exemplo de como é possível construir uma nova ordem econômica internacional mais democrática, no que diz respeito à regulação dos fluxos financeiros e de investimentos diretos, aos moldes do que é feito no fluxo comercial.

Para isso, é absolutamente essencial que se conclua a Rodada de Doha⁷⁸. Essa posição do Brasil é muito questionada, muito mais internamente do que externamente. Mas considero absolutamente adequado colocar a necessidade de se concluir Doha para coibir o muito provável aumento do protecionismo comercial. E isso só será possível se os Estados Unidos assumirem uma posição construtiva, mostrarem que é possível se ter organismos multilaterais que funcionem de uma maneira mais democrática e que tragam resultados benéficos para os participantes de forma menos assimétrica. Em um momento tão grave, evitar o aumento do protecionismo comercial significa impedir que a crise se agrave ainda mais.

Evidentemente, não vamos discutir isso agora, mas penso que a reunião do G-20 terá cumprido o seu papel se, pelo menos mostrar que é possível encontrar caminhos semelhantes àqueles que foram encontrados para a regulação do fluxo comercial. Isso é tudo, obrigada.

Alkimar Ribeiro Moura

Obrigado, Prof. Maria Lúcia [Mantovanini Pádua Lima], pelos pontos levantados. De novo, assinalo que não houve nenhuma repetição aqui, cada debatedor, até agora, trouxe novos elementos para a discussão, enriquecendo a discussão. E, agora, lanço o desafio para o Prof. Arthur Barrionuevo Filho terminar nossa mesa de debates, sem se repetir.

Arthur Barrionuevo Filho

Em primeiro lugar, agradeço a todos pelo convite para participar

deste evento. Com certeza, me benefício dos aspectos já abordados pelos palestrantes anteriores. Pretendo, portanto, focar, em primeiro lugar, em um aspecto mais específico e que diz respeito, a uma questão que diz respeito ao Brasil, sobre qual é a resposta que as autoridades tem dado à crise financeira atual. Em segundo lugar, avaliar também, o impacto das medidas de curto prazo que têm sido anunciadas – possibilidade de compra de carteiras de bancos menores, possibilidade de os bancos estatais comprarem bancos privados, sobre o desenho do sistema financeiro para o futuro –, isso porque, embora seja fundamental tomar medidas que garantam a solvência do sistema, em uma época de crise de liquidez, que é o que parece ser a crise brasileira, é importante entender os seus impactos de longo prazo.

Para concluir, abordarei a interação entre regulação e concorrência, que é fundamental para que o sistema financeiro cumpra as funções que se espera dele: mobilizar poupanças, atender com crédito as grandes empresas, bem como as pequenas e médias, consumidores, etc. Além de seu papel de diversificar risco, enfim, os seus papéis tradicionais na promoção do desenvolvimento.

Assim, é essencial pensar o futuro influenciado pelos efeitos das medidas emergenciais de hoje. Quais são os efeitos dessas medidas? Neste ponto, infelizmente, o discurso das nossas autoridades tem sido um pouco antigo. Há nele, com certeza, uma preocupação com a solvência do sistema, e de que essa preocupação deve se sobrepor a qualquer outra. Até aí, não há o que discutir. Mas há, também, uma visão que fica implícita que é: se concentrarmos o mercado brasileiro, ele se tornará ainda mais saudável do que já é hoje.

Sem dúvida, existe, no mercado financeiro, no Brasil e nos países afetados pela crise envolvidos, um movimento recente de concentração. Nos EUA este movimento ocorreu, principalmente, no que diz respeito às organizações financeiras se tornarem multiprodutos, ou seja, atuarem em vários segmentos ou em todos os segmentos do mercado financeiro.

Todavia, no Brasil, conforme estudo recente do FMI, já existe um mercado financeiro brasileiro extremamente concentrado, seja pela concentração significativa dos ativos e dos depósitos em um pequeno número de organizações, seja pelo fato de que todas elas já atuam em todos os principais segmentos financeiros. O problema dessa

concentração, ainda segundo o estudo do FMI, é que temos um mercado financeiro com um grau de concorrência muito reduzido. Quando se estuda os *spreads* bancários, custos de empréstimos etc. também se chega a essa conclusão. Evidentemente, não é apenas a falta de concorrência que leva a esses *spreads*, existem problemas adicionais de depósitos compulsórios, de tributação, etc. Mas, sem dúvida, os *spreads* bancários brasileiros estão entre os maiores do mundo. E a falta de concorrência é, certamente, um dos fatores que explica esses *spreads*.

Assim, ao pensar sobre a crise atual, vale frisar que a crise financeira no Brasil foi muito mais de contágio, tendo em vista que os problemas ocorridos tiveram origem essencialmente em problemas de liquidez e não em desequilíbrios econômico-financeiros profundos (com as exceções conhecidas).

Os instrumentos que causaram a crise nos Estados Unidos, e que foram repassados aos bancos europeus e japoneses, estavam sob um controle muito mais estrito no Brasil. É claro, existiu o problema mais pontual, e mais limitado, que foi a situação difícil de algumas empresas exportadoras com operações de câmbio.

Por tudo o que se conhece, os principais bancos brasileiros, como Unibanco, Itaú, Nossa Caixa e outros, é quase certo que estavam em uma situação sólida, sem problemas de solvência. Embora se reconheça que haja uma necessidade de permitir compra de carteiras de empresas financeiras com menor liquidez e que em casos onde houver o desequilíbrio econômico, a absorção dessa empresa com problemas deva ter prioridade sobre qualquer outra consideração; quando se olha concretamente as operações que têm sido ventiladas pela imprensa, é difícil enxergar problemas de grave desequilíbrio econômico-financeiro nas empresas que estão sendo adquiridas.

Coloca-se então a seguinte questão: temos um sistema financeiro que é pouco competitivo, bastante concentrado, quais são os efeitos de permitir, por problemas de curto prazo, um processo ainda maior de concentração de poder econômico? Como avaliar esse processo de concentração sem a preocupação com os efeitos de longo prazo? É claro que o Congresso Nacional discute alguns limites à possibilidade de compra de instituições menores pelos bancos públicos, pois, não se considera desejável maior estatização do sistema financeiro. Dessa maneira, se pretende colocar um limite temporal

à possibilidade de compra de outras organizações financeiras por parte dos bancos estatais, basicamente o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal. Aliás, algumas declarações dos dirigentes desses bancos à imprensa são preocupantes, como esta a seguir: “Agora, sim, nós iremos às compras, para aumentar a nossa participação”.

É duvidoso que essas sejam as medidas mais adequadas para reforçar a solvência do sistema. O objetivo não pode ser o de aumentar a participação de mercado dos bancos estatais. A preocupação deve ser a de garantir a solvência do sistema, e que seja mantida, também, uma maior participação privada, pois, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal já são dois dos cinco *players* importantes que sobraram no mercado.

Existe uma discussão importante que foi deixada em segundo plano quando a crise aflorou, principalmente nos Estados Unidos e na União Européia –, qual seja, até que ponto mercados bancários mais concentrados geram um sistema financeiro com maior solvência? Por exemplo, o sistema financeiro da Islândia é extremamente concentrado e seus principais bancos tiveram que ser estatizados, devido à insolvência, levando o sistema financeiro daquele país a uma crise sem precedentes, ainda mais para um país de economia pequena, relativamente ao tamanho de seu sistema financeiro.

Além disso, como os consumidores dos serviços financeiros serão afetados por essa concentração? Se pensarmos nelas – Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal comprando bancos médios ou mesmo Unibanco e Itaú se fundindo –, sem adiantar uma análise profunda, a passagem de um oligopólio de sete ou seis empresas para cinco, talvez, não faça muita diferença para a competição. Todavia, quando se analisa como funciona a concorrência no sistema financeiro, é difícil avaliar como a competição é afetada por causa de dois fatores são muito importantes.

Primeiro, a competição tem de ser avaliada por serviço ou por grupos de serviços e não por tamanho de ativos, número de depositantes, etc. Essa última mensuração é muito grosseira para entender como uma fusão de duas organizações financeiras pode provocar um impacto dentro do sistema. Por exemplo, existem alguns produtos cuja oferta deve ser analisada caso a caso. Por exemplo, o crédito de empresas pequenas e médias; o crédito ao consumidor, seguros, etc. Quer dizer, é necessário definir o conjunto de serviços oferecidos,

analisá-los, procurar entender o que acontecerá após a fusão, que absorverá organizações situadas em um sistema financeiro já bastante concentrado.

O segundo ponto, a avaliar é que alguns mercados são estritamente regionais ou até metropolitanos. Veja-se o caso de uma empresa de porte reduzido localizada em uma pequena cidade do interior, provavelmente, esta empresa teria muita dificuldade em conseguir crédito em outra cidade. De forma que, não é impossível que algumas dessas fusões possam gerar um grau de concentração muito alto em algumas cidades, talvez, com efeitos anti-concorrenciais. Essas são questões que terão de ser discutidas, pois é importante entender os impactos, os efeitos dessas fusões que vão concentrar ainda mais o mercado financeiro.

Por fim, há uma discussão muito grande entre os especialistas sobre a afirmação que a concentração – com exceção de casos em que o banco esteja realmente falido – provoca maior solvabilidade do sistema. Um dos motivos pelos quais se acreditava piamente nisso, era que um sistema mais concentrado geraria maior lucratividade para os bancos. Ora, se os bancos são mais lucrativos, eles serão menos incentivados a tomar riscos para aumentar seus lucros. Conseqüentemente um sistema mais concentrado seria melhor em termos de solvabilidade.

Não se pode negar que, no caso dos bancos de investimento americanos, a competição talvez tenha sido um fator que tenha gerado uma tomada excessiva de riscos, com *subprimes*⁷⁹ e outros novos instrumentos. O que a teoria mostra é que, não necessariamente, o sistema mais concentrado vai ser menos propenso a tomar riscos. Mesmo a competição entre poucos pode levar a uma situação de riscos excessivos.

A literatura também aponta que o fator que normalmente leva um banco à falência, insolvência é a corrida de depositantes e isso pode ocorrer com ou sem concentração. Há exemplos, mesmo em sistemas financeiros muito concentrados, de que esse tipo de corrida bancária, é o fator decisivo para desencadear uma situação de insolvência.

É claro que sempre volta o argumento de que os governos, seguindo a regra do *too big to fail*, vão procurar salvar as grandes empresas bancárias. Todavia, será que um sistema mais concentrado, com bancos de tal magnitude que, às vezes, até as próprias

autoridades nacionais têm dificuldade em socorrer, tornam um sistema mais solvente?

Volta o exemplo da Islândia, se o sistema financeiro fosse mais desconcentrado e se todos os bancos não tivessem seguido o mesmo tipo de estratégia, talvez tivesse sido mais fácil manter a solvência do sistema. Portanto, se pensamos no futuro, um dos pontos importantes a discutir é esse.

A concentração pode aumentar a eficiência das organizações, mas no caso do Brasil, a naturalidade com que se aceita a concentração de poder preocupa a quem busca preservar o interesse público. Ou seja, sempre que organizações privadas ou estatais brasileiras tomam medidas que aumentem seu poder, a sociedade aceita com uma naturalidade que impressiona. Se a concentração trará problemas para os usuários destes bancos, sempre existe alguém que encontrará um bom motivo para que esses interesses sejam deixados em segundo plano.

Portanto, para concluir, é importante avaliar o que está se fazendo no Brasil, hoje, com uma perspectiva de período mais longo. Com certeza, deve-se apoiar medidas que evitem uma crise sistêmica mas, por outro lado, não se pode deixar em segundo plano os efeitos dessas medidas, principalmente em relação aos consumidores, usuários de serviços financeiros.

Obrigado.

Alkimar Ribeiro Moura

Obrigado, Prof. Arthur [Barrionuevo Filho]. Reconheço que respondeu galhardamente aos nossos desafios de ser o último debatedor da mesa. Em seguida, vamos franquear a palavra para os presentes, mas antes gostaria de acrescentar um comentário sobre a auto-regulação.

Entendo que a auto-regulação é um poder-dever. E o que significa poder-dever, uma vez que copiamos a norma americana? É que aquele que tem o poder de auto-regulação, caso ocorra algum problema por omissão ou inadequação de atuação, o detentor do poder de auto-regulação será o responsável perante o Estado. Faço essa colocação para pesar um pouco mais a responsabilidade do Dr. Otávio Yazbek, que em breve ocupará o comando do órgão regulador do mercado de capitais.

Queria ainda destacar o fim do *moral hazard* sobre o qual o Prof. Ary Oswaldo [Mattos Filho] falou. De fato, é preocupante essa possibilidade que o *moral hazard* deixe de existir. Evidentemente, não se pode deixar uma empresa, uma instituição financeira, falir. O nome instituição já é curioso, porque na verdade não se trata de instituições, e sim de empresas. A falência de uma empresa financeira - cito como exemplo o *Lehman*, que Paulson deixou falir acarretando um grande pânico - pode acarretar um *stress* adicional absolutamente desnecessário.

Por outro lado, também não se pode permitir que sejam criados bancos muito grandes e poderosos, com a garantia de que, pelo porte, serão obrigatoriamente socorridos pelo Estado; dado que a falência desses bancos acarretaria um grande prejuízo à poupança popular. Nesse ponto faço uma referência ao que o professor Ary Oswaldo [Mattos Filho] acaba de falar - é essencial não apenas regular, mas também atuar sobre o mercado regulado. É preciso garantir que a sanção seja muito firme para os dirigentes de banco, o que já é uma demanda fortíssima no mercado americano. Podem estar certos de que, daqui a três ou quatro meses, as procuradorias estaduais e municipais, nos Estados Unidos, começarão a processar todos esses dirigentes. Nenhum deles escapará. É ilícito penal e dá cadeia.

Os altos funcionários que estão saindo dessas instituições bancárias já estão fazendo reservas e consultando advogados, porque a situação não ficará impune, sobretudo em Nova Iorque, onde a atividade financeira tem um significado extraordinário. A Procuradoria de Nova Iorque tem uma tradição muito agressiva em processar instituições financeiras e certamente vai agir e, eventualmente, também serão processados por outras atividades ilícitas.

Outro ponto interessante é o sigilo bancário, que é fruto da vontade de controlar o tráfico de drogas e o terrorismo, mas também resultado da maturidade da publicização da atividade administrativa que as sociedades requerem.

Estava em Nova Iorque no começo da crise e fiquei impressionado com a demanda por informação. Nas redes de noticiário contínuo - como a CNN e a Fox News - havia permanentemente um economista explicando o que estava acontecendo, dando esclarecimentos de muito bom nível para o público. Isso compro-

va que há uma demanda por conhecimento de uma parcela significativa da sociedade que está ansiosa para reduzir a assimetria de informação. Além de casos específicos, principalmente, após um impacto como o da atual da crise, é necessário que o nível de publicidade seja cada vez maior porque, se não for, haverá uma retração e um conservadorismo muito grande na aplicação da poupança. É preciso restabelecer a confiança e a forma de fazê-lo é com a publicidade dos dados do mercado, outro desafio para o regulador, como Dr. Otávio Yazbek.

Ainda sobre a “morte” do *moral hazard*, minha impressão é um pouco distinta da que o Prof. Ary Oswaldo [Mattos Filho] apresentou. Acredito que poucos ambientes têm tantas manifestações distintas de *moral hazard*, entre agentes distintos, como os mercados financeiro e o de capitais. Do meu ponto de vista, o conceito de *moral hazard* utilizado para esses mercados não é o mesmo sobre o qual o Dr. Ary Oswaldo [Mattos Filho] tratou. Os gestores, administradores e controladores de bancos e instituições financeiras mostram *moral hazard* no desenvolvimento de suas atividades porque têm uma posição privilegiada em relação aos usuários de seus serviços.

Os clientes também têm *moral hazard*, porque tendem a buscar soluções mais vantajosas e lucrativas. Em princípio, buscam o banco que está sob algum arranjo de proteção estatal, que está pagando maiores taxas de juros, ou que está ofertando produtos mais vantajosos.

O regulador, por sua vez – e agora eu concordo com o Prof. Ary Oswaldo [Mattos Filho] – tem também *moral hazard*, em razão de seu estímulo para não deixar o sistema desaparecer; da situação de refém de determinados agentes que operam no sistema e que são *too big to fail* – para usar uma expressão corrente. Esse último tipo de *moral hazard* vem sendo evocado já há muito tempo, como o prof. Ary Oswaldo [Mattos Filho] bem lembrou, como justificativa para posições contrárias à auto-regulação. Esse argumento aponta que, se o regulador é refém e cria relações de captura diversas, que não são exclusivamente em razão do *too big to fail*, talvez seja mais vantajoso deixar para o mercado resolver seus próprios problemas ao invés de contar com a atuação distorcida de um regulador.

Acredito que esse *moral hazard* talvez não tenha desaparecido, pelo fato de que o mercado como um todo termina por criar essa

situação. Sinto que, atualmente, o que existe é uma situação de *moral hazard* generalizado, o que pode levar a algumas soluções bastante estranhas. O reconhecimento dessa situação, como sendo “natural”, significa que o sistema financeiro terá sempre o Estado, na figura do Banco Central, como rede de proteção última. E isso de uma forma que, muitas vezes, abre campos de atuação para o Banco Central que se misturam àquilo que é estritamente regulatório – porque situações de emergência não permitem diferenciar o que é estritamente regulatório e o que é política, a qual envolve decisões não tão técnicas, não tão rigorosas assim. Nesse sentido, penso que, talvez, seja o caso de se continuar reconhecendo o *moral hazard* do regulador vivo, e buscar alguns arranjos institucionais que ajudem a administrá-lo de forma mais adequada.

Criar arranjos restritivos de *moral hazard* é um trabalho de formiga. Mas gostaria de lembrar o que, para mim, foi a mais bonita das experiências de regulação financeira no Brasil – e que eliminou, em larga medida, um dos mais evidentes sintomas de *moral hazard* que o Banco Central tinha – que foi a criação do Sistema de Pagamentos Brasileiro, a partir de 2001. Em 2002, o Banco Central fechou as reservas bancárias, ou seja, determinou que a partir daquele momento o banco não poderia mais ficar com conta-reserva negativa. E deu suporte para que o sistema buscasse novos mecanismos de organização por meio da Lei 10.214, com uma blindagem do sistema de pagamentos e dos sistemas de *clearance*. Com isso se conseguiu eliminar um dos grandes estímulos que o Banco Central tinha para, junto com toda a coletividade, bancar, em última análise, o sistema.

Essa é minha impressão; precisamos pensar em arranjos institucionais limitadores dos efeitos desse *moral hazard*, porque me parece que está mais vivo do que nunca e vem norteando tanto decisões políticas como concepções de fundo dos reguladores. O grande mérito desse momento, talvez seja o da possibilidade de criação estamos tendo a oportunidade de viver. Meu temor é a adoção de soluções extremadas ou meramente copiadas de arranjos estrangeiros. De qualquer forma, é um momento de muita potencialidade para as estruturas regulatórias.

Só para complementar a observação feita pelo Dr. Otávio Yazbek sobre o problema que se coloca para um diretor de política

monetária. Fui diretor de política monetária no Banco Central, na época em que houve a crise bancária, em 1995, e Dr. Otávio [Yazbek] cuidava da liquidez dos bancos, ou seja, da conta reserva. Nós só ficávamos sabendo se um banco tinha quebrado na manhã seguinte, quando fechava a Selic. Nessa altura, "Inês já é morta" – o banco já teria sacado na reserva bancária o que tinha que sacar. A melhoria do sistema de pagamentos brasileiro tornou-o bastante moderno e é hoje uma das melhores práticas de sistema de pagamentos do mundo. Nesse sentido, o Brasil está de fato em uma posição muito favorável, e não há mais a possibilidade de *moral hazard* que existia na eventualidade de o banco ficar com reserva negativa, dada a incapacidade do Banco Central verificar a situação a tempo.

DEBATE

Pergunta da audiência

Prof. Alkimar [Ribeiro Moura], penso que, nos Estados Unidos, o grande sustentáculo do *moral hazard* vai ser a cadeia. Porque não tenham dúvida de que com dez banqueiros presos – e isso é experiência de advogado – os agentes financeiros não vão mais correr esse tipo de risco. Além disso, uma vez presos, todo o patrimônio vai embora porque lá não há patrimônio em paraíso fiscal. A derrocada é absoluta. O Milken⁸⁰ é um exemplo, foi preso e em seis meses de cadeia desenvolveu um câncer.

Tiago Mascarenhas⁸¹

No momento de um debate que aconteceu há décadas com o Gudin e o Roberto Simonsen, este falou a seguinte frase: “Se os Estados Unidos estão bem, todos estão bem; se os Estados Unidos estão mal, todos estão mal”. E, nessa perspectiva, acredito que uma forma de governança global em curtíssimo prazo seja algo não pensado. O Brasil, hoje, se encontra com um ambiente legal, um ambiente jurídico capaz de municiar o Estado brasileiro e a iniciativa privada, para que consigamos retornar o ambiente de liquidez de mercado e saúde financeira, podendo defender, assim, a economia popular?

Pedro Dutra

Se me permitirem gostaria de responder essa questão. Basta cumprir a Constituição, artigo 174: “O Estado intervém para regular e fiscalizar e promover o desenvolvimento sustentado”. Como dizia o saudoso Prof. Reale, “na forma da Lei” e Lei, com letra maiúscula. Na forma da Lei, ou seja, é o Estado que toma conta da regulação, da fiscalização e da promoção do desenvolvimento. Não é o governo.

Otávio Yazbek

Serei um pouco traidor em relação à classe jurídica, nesse ponto. Acho que o Dr. Pedro Dutra falou exatamente o que precisava ser dito, porque nós temos uma tendência a juridicizar, em alguns momentos, determinados tipos de problema. O que existe aqui não é um problema de estrutura regulatória ou de estrutura legal; temos

de tomar muito cuidado para não fazer juridicização de um processo que é um processo econômico e é um processo que atingiu determinadas estruturas, de determinados fluxos econômicos globais. Dito isso, não há nada a acrescentar ao que o Dr. Pedro Dutra disse, de fato.

Ana Lúcia Pinto⁸²

Em teoria econômica, a regulação – penso que foi o Prof. Ary Oswaldo [Mattos Filho] quem mencionou –, vem da idéia de falta de eficiência, basicamente, causada por falhas de mercado. A falta de eficiência é que gera a regulação, que é justificada, para tornar o mercado mais eficiente.

Na regulação bancária, percebo que há três problemas. O primeiro refere-se ao serviço financeiro considerado como bem público. O segundo problema trata da questão do crédito, e o governo tem todo interesse de diminuir o risco sistêmico. Talvez, seja isso que gere toda a discussão de *moral hazard*.

O último problema está relacionado à crença de que os agentes são racionais e, portanto, deveriam saber como administrar seus riscos. Nesse caso, a auto-regulação é justificada.

O Acordo Basiléia II foi construído sobre a base: regulação, auto-regulação e disciplina de mercado. E é isso que está em cheque hoje; o problema são essas três âncoras que chamo de três pilares. Onde o Acordo Basiléia II falhou? Na auto-regulação, na regulação ou na disciplina de mercado? Curiosamente, a primeira refere-se à discussão da concorrência bancária. A concorrência bancária leva à inovação financeira e essa inovação financeira cria diversos produtos que são muito difíceis de precificar o risco, exatamente porque a criação é muito rápida, e o mercado copia muito rapidamente também. Um banco cria um produto, uma inovação, o outro copia no dia seguinte.

O fato é que parece que a regulação cria esse estímulo, ou seja, cria a “necessidade de burlar”. Os mercados querem burlar a regulação. Então, e por causa disso, têm-se as inovações financeiras e é muito difícil regulá-las. Como se precifica o risco ou se cria um *rating* de classificação de um ativo que acabou de ser criado? É difícil. Basicamente, foi isso que aconteceu com os ativos do *subprime*. Gostaria de ouvir a opinião de vocês.

A Prof. Maria Lúcia Mantovanini Pádua Lima falou da evolução histórica e isso é bem oportuno dado que a ruptura do Acordo Bretton Woods no início dos anos setenta pode ser vista como uma das razões de estímulo ao processo de grande inovação financeira e ocorrência de crises financeiras.

Recentemente, em agosto de 2008, em uma conferência do FED discutiu-se muito como seria possível regular essa plethora de inovações. Inclusive, foi apresentado um *paper* onde se afirmava que “a crise financeira é inerente a esse sistema”.

Nenhuma regulação vai conseguir eliminar ou evitar uma crise. Mas é possível reduzir seus efeitos. Em outras palavras, admitiu-se que regulação não é eficiente e que inovação gera crises. Repensar a regulação, portanto, é repensar, por exemplo, em que pontos o Acordo Basileia II falhou – na idéia, por exemplo, de que era necessário liberar, pois não se conseguiria regular os novos produtos.

Gostaria de saber: para reduzir os efeitos negativos da crise, seria preciso repensar a regulação? Seria recomendável, criar um seguro o qual os bancos só poderiam resgatar quando e se estiverem quebrando?

Ary Oswaldo Mattos Filho

Há uma colocação pouco discutida no passado, mas que agora deve voltar à tona: a idéia dos agentes econômicos como agentes racionais. Parece que está sendo feito, agora, o casamento entre economia e psicologia, mas, nos casos mais graves, com psicanalistas ou psiquiatras. Acredito que o agente econômico é um ser humano, com três camadas no cérebro – a primeira, mais ou menos racional e as duas últimas, absolutamente não racionais. Ver a economia como ciência racional é pecar pela soberba. Por mais sofisticado que seja o tratamento matemático dado às questões econômicas. Penso que os economistas deveriam se preocupar com a seguinte constatação: as decisões não são necessariamente racionais, e dependem das emoções e das circunstâncias em que são produzidas. E isso tem um reflexo social. Como dizem os juristas, e como diria o Dr. Otávio Yazbek, dois mais dois nem sempre são quatro.

Otávio Yazbek

Eventualmente, até pode ser quatro. Acredito que esse seja um campo no qual seria interessantíssimo que os economistas mergulhassem.

Pedro Dutra

Antes dos economistas responderem, gostaria de fazer duas observações em relação ao que a Ana Lúcia falou. Em primeiro lugar, ela mencionou que os serviços financeiros são bens públicos. Entendo que não são. Na minha visão, a Constituição formulou mal ao dizer que o mercado é um bem público.

A outra observação que gostaria de fazer é que, do ponto de vista jurídico, não se regula o risco. O risco é insuscetível de regulação. É possível regular os agentes que criam e ofertam produtos envolvendo riscos, dissuadindo-os de fazê-lo. Portanto, o risco, em si, só pode ser diminuído, pois é regulado indiretamente. Não há como regular o risco.

No que se refere à regulação da inovação, é um problema interessante. O regulador, por mais que seja como o Otávio [Yazbek], sempre vai andar um pouco atrás da inovação. Não tem como, porque não é função do regulador “inovar”. No caso, sua função é disciplinar o fato e razoavelmente prever o que possa vir a acontecer. O Direito é sempre *a posteriori*.

Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Prof. Ary Oswaldo [Mattos Filho] sabe que há uma grande discussão entre os economistas acerca do que venha a ser “a racionalidade dos agentes”. Temos o conceito de racionalidade de Keynes, e, por exemplo, o da Teoria das Expectativas Racionais dos novos clássicos. Em relação às equações longas e aos modelos complexos é preciso que se diga que foram elaborados baseados na idéia da racionalidade de acordo com a Teoria das Expectativas Racionais. Os agentes não erram, porque têm um modelo de funcionamento da economia internalizado. E, quando erram, a somatória dos erros é zero, o que é de uma arrogância absolutamente insuportável.

É óbvio que a questão da racionalidade voltará a ser discutida. Que racionalidade é essa? A racionalidade das chamadas expectativas racionais, oferece a possibilidade de se fazer um modelo e não errar; e, porque não se erra, é possível se ponderar riscos e criar instrumentos para lidar com esses riscos.

Para completar, gostaria de comentar a questão da ruptura de Bretton Woods e a intensificação das inovações financeiras subsequente. Em primeiro lugar, grande avanço no processo de inovação

financeira foi dado pela possibilidade teórica de se trabalhar com riscos divisíveis. E, uma vez que foi possível separar riscos atribuindo probabilidades constantes de ocorrência, criaram-se instrumentos financeiros para se lidar com esses diversos tipos de riscos. Essas inovações começaram a florescer na década de 1970, depois do colapso de Bretton Woods, mas apenas prosperaram, de fato, no ambiente desregulamentado – um idéia-força criada por Reagan,⁸³ nos Estados Unidos, e pela Thatcher,⁸⁴ na Grã-Bretanha – no início da década de 1980.

A questão das inovações veio com esse sentido, não só de burlar a regulamentação, que já existia, e de pressionar pela eliminação de regulamentação existente, mas, também, evitar certos tipos de riscos (de crédito) que emergiram com a crise da dívida dos países em desenvolvimento de 1982.

Essa crise de 1982 foi um divisor de águas. Sei que esse episódio foi completamente apagado, olvidado, mas é um divisor de águas para se entender o processo de intensificação das inovações financeiras. Por exemplo, ter operações fora do balanço (*off-balance sheet*) é uma inovação típica desse momento. É só lembrar que a Basileia I é de 1988 e foi exatamente uma resposta à crise de crédito de 1982. Uma resposta defasada: não há a menor dúvida.

Esses instrumentos “fora do balanço” são criados para maquiagem a situação de bancos, americanos, principalmente, que sofreram grandes perdas na crise da dívida de 1982. Só para se ter uma, 67% dos créditos concedidos pelos bancos grandes americanos – dentre eles o Citibank – eram créditos para os países em desenvolvimento do grupo de devedores duvidosos.

Portanto, criar produtos comercializados pelos bancos, mas que podiam não constar do balanço dessas instituições era vital para a recuperação do valor das ações desses agentes. Por outro lado, os derivativos que irão ser criados a partir dos anos oitenta tinham como função lidar com riscos decorrente de uma maior instabilidade econômica refletida na volatilidade das taxas de juros e de câmbio.

Essas inovações financeiras geradas em um ambiente econômico mais desregulamentado trouxeram muita prosperidade por um longo período de tempo. É importante mencionar. Para o Brasil, nem tanto. Prosperidade de quase três décadas que se encerrou na atual crise.

O Prof. Alkimar [Ribeiro Moura] se lembrou de tentativas de coibir os excessos decorrentes do processo de inovação, antes da crise atual. Mas, esse tipo de alteração não acontece enquanto as coisas vão bem. E foram muito bem, até recentemente.

Alkimar Ribeiro Moura

Acrescentando mais um ponto em relação a essa questão, a Ana Lúcia colocou três problemas, três pilares de Basileia: auto-regulação, disciplina de mercado e regulação. O que falhou? Penso que os três falharam. A regulação falhou porque, como na historinha que contei os reguladores americanos não estavam interessados em fazer nenhuma regulamentação sobre, por exemplo, derivativos ou contas fora de balanço. Não estavam interessados e resistiram e pressionaram o presidente da CFTC⁸⁵ a não colocar restrições às operações.

A regulação não funcionou. Será que podemos falar em captura, será que os regulados capturaram o regulador? Não sei, mas de fato, houve a tentativa anterior do FASB⁸⁶ e, depois, da CFTC, de regular derivativos e regular contas fora do balanço, que o Rubin, Greenspan e Levitt não aceitaram.

Penso que está na hora de encerrarmos. Quero agradecer aos debatedores pela excelente exposição; a apresentação foi muito interessante. Quero agradecer a todos os presentes. Foi uma manhã muito importante para todos. Muito obrigado. Está encerrada a sessão.

PROGRAMA

Os eventos transcritos neste *Caderno DIREITO GV* fizeram parte dos encontros entre professores da DIREITO GV, EAESP e EESP, organizados por Ary Oswaldo Mattos Filho (diretor da DIREITO GV) e Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima (Coordenadora de Relações Internacionais da DIREITO GV), e tiveram por objetivo estimular a troca de idéias e experiências sobre assuntos relacionados aos sistemas financeiros doméstico e internacional.

Reforma do sistema financeiro norte-americano

Data: 15.05.2008

Palestrantes: Luiz Antonio de Oliveira Lima
e Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Local: DIREITO GV

Regulação e auto-regulação no mercado financeiro brasileiro

Data: 25.06.2008

Palestrantes: Alkimar Ribeiro Moura
e Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima

Local: DIREITO GV

Regulação da concorrência no sistema financeiro brasileiro

Data: 28.08.2008

Palestrantes: Arthur Barrionuevo filho

Local: DIREITO GV

Crise financeira internacional: o pior ainda está por vir?

Data: 30.09.2008

Palestrantes: Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo

Local: DIREITO GV

A regulação e a crise financeira

Data: 10.11.2008

Palestrantes: Otavio Yazbek, Pedro Dutra, Alkimar Ribeiro Moura,
Ary Oswaldo Mattos Filho, Maria Lúcia Labate Mantovanini Pádua Lima
e Arthur Barrionuevo Filho

Local: EAESP

NOTAS

- 1 Treasury's Summary of Regulatory Proposal Blueprint for Financial Regulatory Reform (March, 2008)
- 2 Secretário do Tesouro dos EUA - Henry Paulson.
- 3 Franklin Delano Roosevelt foi o 32º presidente dos Estados Unidos.
- 4 O *Glass-Steagall Act* (1933) segmentava a atividade financeira de acordo com o tipo de crédito a ser concedido. Dessa maneira, separaram-se as atividades dos bancos comerciais e os de investimento, além de impedir que bancos, seguradoras e corretoras pudessem expandir seus negócios em áreas conexas.
- 5 *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, 1980 e the *Garn-St Germain Depository Institutions Act* de 1982.
- 6 1984- *Blueprint for Reform: the report of the Task Group on Regulation of Financial Services*.
- 7 1991: *Blueprint for Reform: Modernizing the Financial System: Recommendations for Safer, More Competitive Banks*
- 8 *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999.
- 9 FED – *Federal Reserve System*; SEC – *US Securities and Exchange Commission*; e SFTC – *Securities and Futures Trading Commission*
- 10 Lei federal sobre a transparência de condições de crédito ao consumidor proposta pelos congressistas John Downes e Jordan Elliot Goodman.
- 11 Compõem esse sistema: *Conduit Financing*; *Structured Investment Vehicle*; *Investment Banks*; *Brokers/ Dealers*; *Money Market Funds*; *Hedge Funds*; e outras instituições financeiras não-bancárias
- 12 SLC – *Saving & Loans and Credit*

13 *Regulation Q* – Regulação norte-americana, instituída pelo FED, que limita a taxa de juros que os bancos podem pagar sobre os depósitos de poupança.

14 *Junk Bonds* – também conhecidos como *high yield bonds*, são títulos com classificação abaixo do grau de investimento no momento de sua aquisição. Esses títulos são mais propensos ao *default*, mas de maneira geral, pagam juros maiores do que os títulos melhor qualificados, o que os torna atrativos aos investidores.

15 Paul Volcker – presidente do FED de 1979 a 1987

16 Alan Greenspan – presidente FED de 1987 a 2006.

17 Atualizado em fevereiro 2009

18 Sócio advogado do escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados. Área de atuação: mercado de capitais/bancário.

19 Advogado e professor do GVLaw. Foi Superintendente Geral da CVM. Foi consultor jurídico da Bovespa e da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC).

20 Essa organização internacional reúne órgãos reguladores e auto-reguladores do mercado de capitais de 172 países. Tem como objetivo buscar os melhores parâmetros para o mercado de capitais. É considerado o mais importante organismo internacional de agências reguladoras.

21 “A BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM) é uma associação civil sem finalidade lucrativa. Sua função é supervisionar o cumprimento das normas do mercado pelos Participantes de Negociação e Agentes de Compensação e/ou de Custódia que, respectivamente, atuam na Bolsa de Valores de São Paulo S.A. (BVSP) e na Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). A BSM tem dois únicos associados – a BVSP e a CBLC –, porém, é funcional e financeiramente autônoma em relação a eles, possui orçamento próprio, pessoal especializado e administradores com mandato, os quais só podem ser destituídos de suas funções em situações muito especiais.”

22 “A BSM mantém e administra o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de Participante e Agente de Compensação ou de Custódia, ou de seus administradores, empregados ou prepostos, em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: (1) inexecução ou infiel execução de ordens; uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; (2) entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; (3) inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; (4) intervenção ou decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; (5) e encerramento das atividades.”

23 Mercado *spot*, também chamado de mercado real, mercado à vista ou mercado físico, é o mercado de *commodities* em que as mercadorias são vendidas à vista e entregues imediatamente. O *spot* tende a funcionar no mercado de balcão (*over-the-counter*), ou seja, por meio de telefone em vez de no pregão de uma bolsa de valores organizada. John Downes e Jordan Elliot Goodman, *Dicionário de termos financeiros e de investimento* (trad. Ana Rocha Tradutores Associados, São Paulo, Bovespa, 1993), p. 511.

24 Conselho Administrativo de Defesa Econômica.

25 Vide HAWKINS, John and MIHALJEK, Dubravko. *The banking industry in the emerging market economies: competition, consolidation and systemic stability - an overview*. BIS Papers No 4.; AMEL, Dean F.; KENNICKELL, Arthur B. e MOORE, Kevin B. *Banking Market Definition: Evidence from the Survey of Consumer Finances*. Washington (D.C.), Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2008.

BURKE, Jim. *Divestiture as an Antitrust Remedy in Bank Mergers*. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1998/199814/199814pap.pdf>, 1998. CARLETTI, Elena and HARTMANN, Philipp. *Competition and Stability: What's Special about Banking?* European Central Bank Working Paper No. 146. May 2002; CARLETTI, Elena; HARTMANN, Philipp and ONGENA, Steven. *The Economic Impact of Merger Control: What Is Special*

About Banking? European Central Bank Working Paper No. 786, July 2007; COMPETITION BUREAU OF CANADA. *The Merger Enforcement Guidelines as Applied to a Bank Merger*. <http://strategis.ic.gc.ca/pics/ct/ct02484e.pdf>, January, 2003. U.S. Department of Justice – Antitrust Division. Bank Merger Competitive Review. 1995; ROBINSON, Constance K. *Bank Mergers and Antitrust. The 31st Annual Banking Law Institute*. Washington (D.C.), May 30, 1996.

26 DERMINE, Jean. *The Economics of Bank Mergers in the European Union*, a Review of the Public Policy Issues. INSEAD, Fontainebleau, May 1999 (Final Draft).

27 O índice de Herfindahl-Hirschman ou IHH é um método de avaliação do grau de concentração num mercado comumente usado por entidades reguladoras da concorrência.

28 A Lei Sherman, de 1890, proibiu atos ou contratos destinados à criação de monopólios, dando início a uma era voltada para o combate aos monopólios. John Downes e Jordan Elliot Goodman, *Dicionário de termos financeiros e de investimento* (trad. Ana Rocha Tradutores Associados, São Paulo, Bovespa, 1993), p. 22.

29 *Glass-Steagall Act* de 1933, dentre outras medidas autorizou, estabeleceu seguro para depósitos e proibiu bancos comerciais de possuir sociedades corretoras com o propósito de proteger os depositantes do risco envolvido em operações com valores mobiliários.

30 Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Sistema Financeiro Nacional (Proer).

31 Ministro da Justiça do primeiro governo Lula: Dr. Marcio Thomaz Bastos

32 Diretor e professor da Escola de Economia da Fundação Getulio Vargas de São Paulo

33 *Country Wide Financial*.

34 UBS: União de Bancos Suíços

35 AIG: *American Insurance Group*

36 O Halifax Bank of Scotland foi comprado pelo conglomerado Lloyds Bank.

37 Bradford & Bingley.

38 Hypo Real Estate Holding AG.

39 Fortis

40 29.09.2008

41 Troca de um valor mobiliário por outro. Op. cit., p. 539

42 Vice-diretor administrativo da DIREITO GV.

43 Faculdade de Direito da USP

44 MINSKY, H. P., *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, 1975.

45 A lei Glass-Steagall (1933) segregava as atividades comerciais e de investimento dos bancos, além de impedir que bancos, seguradoras e corretoras pudessem expandir seus negócios em áreas conexas.

46 Os chamados *déficits gêmeos*.

47 Belluzzo, L.G.M e Coutinho, L.G. – *Financeirização da riqueza, inflação de ativos e decisões de gastos em economias abertas* – Economia e Sociedade, Campina, dez.1998

48 Benjamin Shalom Bernanke é o atual presidente do FED. Assumiu esse posto em fevereiro de 2006, em substituição a Alan Greenspan.

49 Termo empregado para designar uma forma de crédito hipotecário (*mortgage*), nos Estados Unidos, destinado a tomadores de empréstimo que representam maior risco. Esse crédito imobiliário tem como garantia a residência do tomador e muitas vezes era acoplado à emissão de cartões

de crédito ou a outras operações de crédito.

50 *Ninja*, em português: *Sem Renda, Sem Emprego ou Patrimônio*

51 Trata-se do livro de Charles Kindleberger *Manias, Panics, and Crashes*, de 1978, sobre as crises financeiras e os ciclos nos mercados de ações.

52 Herbet Clark Hoover, 31º presidente, governou os Estados Unidos entre 1929 e 1933, ou seja, era o presidente quando do início da Crise de 1929.

53 Milton Friedman foi economista e um dos mais influentes teóricos do liberalismo econômico. Foi vencedor do Prêmio Nobel de Economia em 1976.

54 Franklin Delano Roosevelt foi o 32º presidente dos Estados Unidos (1933-1945), durante quatro mandatos.

55 *American Depositary Receipt*, ADR, recibo de ações de companhia não sediada nos Estados Unidos, emitido por um banco e custodiado em banco norte-americano. Instrumento de negociação criado para que emitentes de títulos cotados em outros países atendessem às normas e regulamentos norte-americanos de registro de títulos, e facilitar o recebimento de dividendos por parte de investidores dos Estados Unidos.

56 ACC, Adiantamento de Contrato de Câmbio, uma linha de crédito bancário. Antecipação dos recursos de uma exportação a ser realizada no futuro por conversão do valor em reais, para utilização na produção dos bens a exportar.

57 Heinrich Brüning foi o chanceler alemão entre 1930 e 1932, durante a República de Weimar.

58 Trata-se de Alexander Hamilton que foi o primeiro Secretário do Tesouro dos Estados Unidos. Ele estabeleceu o *First Bank of the United States* e influenciou no desenvolvimento das bases do capitalismo americano.

59 *New Deal*, um conjunto de programas implementado nos Estados Unidos entre 1933 e 1937, sob o governo do Presidente Franklin Delano

Roosevelt, com o objetivo de reformar a economia norte-americana e recuperá-la após a Grande Depressão.

60 A conferência de Bretton Woods, em 1944, estabeleceu o sistema de taxas de câmbio fixas que perdurou até o início dos anos 1970, quando se adotou o sistema de taxa de câmbio flutuante (*floating exchange rate*).

61 Refere-se ao dia 02.10.2008.

62 O G-20 financeiro é composto por ministros de finanças e presidentes de bancos centrais de 20 países e foi estabelecido em 1999 com o objetivo de discutir as principais questões da economia global. Atualmente, os seguintes países compõem o G-20: Alemanha, África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia, e União Europeia.

63 Instituto Brasileiro de Estudos de Concorrência, Consumo e Comércio Internacional (Ibrac).

64 *Hedge* ou *hedging* é uma estratégia usada para compensar investimentos de risco. John Downes e Jordan Elliot Goodman, *Dicionário de termos financeiros e de investimento* (trad. Ana Rocha Tradutores Associados, São Paulo, Bovespa, 1993), p. 216.

65 Financial Accounting Standards Board (Conselho de Padrões de Contabilidade Financeira).

66 The International Institute for the Unification of Private Law, Unidroit, é uma organização intergovernamental independente cujo objetivo é estudar as necessidades e métodos para modernizar, harmonizar e coordenar leis privadas internacional, principalmente a lei comercial entre países.

67 *Credit default swap* (CDS) é um instrumento financeiro derivado, transacionado em OTC (*over the counter* [mercado não regulamentado]), que permite ao seu comprador se proteger do não-cumprimento de crédito de determinado emitente. O risco de *default* é transferido para o vendedor do *swap*. O mercado de CDS foi criado em 1994 por um conjunto de bancos liderado pela JP Morgan.

68 Aqui em seu sentido lato, a incluir também os mercados bancário e de capitais.

69 Stephen Labaton, jornalista do *The New York Times*. “S.E.C. knew him as a foe friend.” In, *The New York Times*, 17 de dezembro de 2008.

70 Goldman Sachs é um dos maiores bancos de investimento dos EUA

71 Henry Paulson Jr. – secretário do tesouro norte-americano em setembro de 2008.

72 Encilhamento ocorreu durante o Governo Deodoro da Fonseca (1889/1891)

73 William Douglas foi o primeiro presidente do SEC, e, posteriormente, tornou-se ministro da Suprema Corte

74 O conceito *moral hazard* [risco moral] se refere à possibilidade de que um agente econômico mude seu comportamento de acordo com os diferentes contextos nos quais ocorre uma transação econômica.

75 Venda a descoberto de um valor mobiliário ou de uma posição em mercados futuros, com objetivo de aproveitar tendência de queda nos preços ou proteger ganhos numa posição comprada.

76 O Acordo de Bretton Woods de 1944, estabeleceu uma nova ordem econômica internacional no pós-guerra por meio da criação: de um padrão monetário (US\$/Au); organismos multilaterais para disciplinar os fluxos financeiros e de investimentos.; regime de câmbio; dentre outras providências.

77 Harry Dexter White

78 Rodada de negociações da OMC iniciada em 2001 em Doha e que visa diminuir as barreiras comerciais principalmente em agricultura.

79 Termo empregado para designar uma forma de crédito hipotecário (*mortgage*), nos Estados Unidos, destinado a tomadores de empréstimo que representam maior risco. Esse crédito imobiliário tem como garantia a

residência do tomador e muitas vezes era acoplado à emissão de cartões de crédito ou a outras operações de crédito.

80 Michael Robert Milken, financista norte-americano que contribuiu para desenvolver o mercado de *junk bonds* durante as décadas de 1970 e 1980.

81 Tiago Mascarenhas, aluno do mestrado em direito e desenvolvimento da DIREITO GV.

82 Ana Lúcia Pinto, aluna de doutorado em Economia da FGV.

83 Ronald Reagan, 40º presidente dos Estados Unidos, com mandato de 1981 a 1989.

84 Margaret Thatcher, primeira-ministra do Reino Unido, de 1979 a 1990.

85 *Commodities Futures Trading Commission*, CFTC

86 Financial Accounting Standards Board, FASB

CADERNOS DIREITO GV

APONTAMENTOS SOBRE A PESQUISA EM DIREITO NO BRASIL .1

Marcos Nobre

IMPACT OF THE WTO AGREEMENT ON TEXTILES & CLOTHING ON BRAZILIAN EXPORTS .2 OF TEXTILES AND CLOTHING TO THE UNITED STATES

Guido Fernando S. Soares,
Maria Lúcia Pádua Lima,
Maria Carolina M. de Barros,
Michelle Ratton Sanchez,
Sérgio Goldbaum,
Elaini C. Silva

REFORMA DO PODER JUDICIÁRIO, DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E DEMOCRACIA .3

Direito GV
e Valor Econômico

O SISTEMA DE JUSTIÇA BRASILEIRO, A PRODUÇÃO DE INFORMAÇÕES E SUA UTILIZAÇÃO .4

Luciana Gross Cunha,
Alexandre dos Santos Cunha,
Flávia Scabin,
Mariana Macário,
Marcelo Issa

REFLEXÕES SOBRE O ENSINO DO DIREITO .5

Flávia Portella Püschel,
José Rodrigo Rodriguez

I SIMPÓSIO OAB-SP E FGV-EDESP SOBRE DIREITO EMPRESARIAL E NOVO CÓDIGO CIVIL .6

OAB-SP e Direito GV

PREMISSAS DO PROJETO DA DIREITO GV PARA DESENVOLVIMENTO DO MATERIAL DIDÁTICO .7 PARA O CURSO DE DIREITO; DISCIPLINA: ORGANIZAÇÃO DAS RELAÇÕES PRIVADAS

Mauricio P. Ribeiro

MODELOS DE ADJUDICAÇÃO/ MODELS OF ADJUDICATION .8

Owen Fiss

RELATÓRIO DA PESQUISA DE JURISPRUDÊNCIA SOBRE DIREITO SOCIETÁRIO .9 E MERCADO DE CAPITAIS NO TRIBUNAL DE JUSTIÇA DE SÃO PAULO

Viviane Muller Prado,
Vinícius C. Buranelli

PODER CONCEDENTE E MARCO REGULATÓRIO NO SANEAMENTO BÁSICO .10

Alexandre dos Santos Cunha,
André V. Nahoum,
Conrado H. Mendes,
Diogo R. Coutinho,
Fernanda M. Ferreira,
Frederico de A. Turolla

CONTANDO A JUSTIÇA: A PRODUÇÃO DE INFORMAÇÃO NO SISTEMA DE JUSTIÇA BRASILEIRO .11
Luciana Gross Cunha (org)

FOCOS – CONTEXTO INTERNACIONAL E SOCIEDADE CIVIL .12
Michelle Ratton Sanchez (org),
Cassio Luiz de França (org),
Elaini C. G. da Silva (org)

PROGRAMAS DE CLÍNICAS NAS ESCOLAS DE DIREITO DE UNIVERSIDADES NORTE-AMERICANAS .13
Ana Mara F. Machado,
Rafael Francisco Alves

FOCOS – FÓRUM CONTEXTO INTERNACIONAL E SOCIEDADE CIVIL .14
Cassio Luiz de França (org),
Michelle Ratton Sanchez (org)

A COOPERAÇÃO PENAL INTERNACIONAL NO BRASIL .15
Maíra Rocha Machado,
Marco Aurélio C. Braga

O MÉTODO DE LEITURA ESTRUTURAL .16
Ronaldo Porto Macedo Júnior

PARTICIPAÇÃO DA SOCIEDADE CIVIL: COMÉRCIO, SAÚDE E MEIO AMBIENTE NA OMC .17
– COMUNIDADES EUROPEIAS VS. BRASIL: O CASO DOS PNEUS
Juana Kweitel (org),
Michelle Ratton Sanchez (org)

EXPERIÊNCIAS E MATERIAIS SOBRE OS MÉTODOS DE ENSINO-APRENDIZADO DA DIREITO GV .18
Rafael Domingos F. Vanzella (org)

O NOVO DIREITO E DESENVOLVIMENTO: ENTREVISTA COM DAVID TRUBEK .19
José Rodrigo Rodriguez (coord),
Ana Mara Machado,
Luisa Ferreira,
Gisela Mation,
Rafael Andrade,
Bruno Pereira

A FORMAÇÃO DO DIREITO COMERCIAL BRASILEIRO .20
A CRIAÇÃO DOS TRIBUNAIS DE COMÉRCIO DO IMPÉRIO
José Reinaldo de Lima Lopes

TRIBUTAÇÃO, RESPONSABILIDADE FISCAL E DESENVOLVIMENTO: .21
DIREITO À TRANSPARÊNCIA ESTUDO SOBRE A DESTINAÇÃO DA CPMF E DA CIDE-COMBUSTÍVEIS
Eurico Marcos Diniz de Santi (coord)
Tathiane dos Santos Piscitelli,
Andréa Mascitto

O QUE É PESQUISA EM DIREITO E ECONOMIA .22
Bruno Meyerhof Salama

LIMITES DO DIREITO PENAL .23
PRINCÍPIOS E DESAFIOS DO NOVO PROGRAMA DE PESQUISA EM DIREITO PENAL NO INSTITUTO MAX-
PLANCK DE DIREITO PENAL ESTRANGEIRO E INTERNACIONAL
Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Sieber, Freiburg i. Br.

UMA ETNOGRAFIA DE CARTÓRIOS JUDICIAIS .24
EFEITOS DA ORGANIZAÇÃO E FUNCIONAMENTO DE CARTÓRIOS JUDICIAIS SOBRE
A MOROSIDADE PROCESSUAL: ESTUDO DE CASOS EM CARTÓRIOS JUDICIAIS
DO ESTADO DE SÃO PAULO - *LEVANTAMENTO ETNOGRÁFICO*
Paulo Eduardo Alves da Silva (coord.)

PESQUISA EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO .25
DIREITO GV

MESTRADO EM DIREITO E DESENVOLVIMENTO .26
APRESENTAÇÃO - Ary Oswaldo Mattos Filho
AULA INAUGURAL - José Eduardo Campos de Oliveira Faria
APRESENTAÇÃO DO PROGRAMA - Oscar Vilhena Vieira, Ronaldo Porto
Macedo Jr., Flavia Portella Püschel e Carlos Ari Vieira Sundfeld

DRUG COUNTERFEIT AND PENAL LAW IN BRAZIL .27
Coordinator: Marta Rodriguez de Assis Machado
Authors: Marta Rodriguez de Assis Machado, Ana Carolina Alfinito Vieira,
Carolina Cutrupi Ferreira, Vivian Cristina Schorscher

UMA CONVERSA SOBRE DIREITO SOCIETÁRIO COMPARADO COM O PROFESSOR KLAUS HOPT .28
Viviane Muller Prado (*coord.*), Rafael de Almeida Rosa Andrade,
Gisela Mation, Jessica Winge, Luiza Vasconcelos

INTERPRETAÇÃO, DESENVOLVIMENTO E INSTITUIÇÕES .29
INTERPRETAÇÃO E OBJETIVIDADE
USOS E ABUSOS NAS INTERPRETAÇÕES JUDICIAIS
INTERPRETAÇÃO, POLÍTICA E FUNÇÃO
coordenação: Catarina Barbieri e Ronaldo Porto Macedo Jr.
colaboração especial: Luciana Reis e Marcelo Shima Luize

[illegible]

