

DILEMAS REGULATÓRIOS NO MERCADO FINANCEIRO

Lucas Silveira Pordeus¹

Os debates em torno de um nível ideal de regulação do mercado financeiro tornaram-se mais frequentes em decorrência da crise financeira de 2007/08, e, mais recentemente, em virtude das inovações que, cada vez mais, aproximam a indústria financeira e a de tecnologia. Questões envolvendo intervenções governamentais (sendo a regulação uma delas) demandam análise quanto a existência de razões que levem o mercado a não operar corretamente, a justificar a atividade governamental voltada à sua correção. Tais razões são denominadas falhas de mercado.

Podem ser mencionadas as falhas de competição as que resultam em perda de bem-estar decorrente de uma alocação não eficiente de recursos quando firmas fazem uso abusivo do poder mercado². As externalidades consistem na atuação de um agente econômico que afeta terceiros, impondo-lhes custos sem compensá-los (externalidades negativas) ou beneficiando-os sem ser recompensado para tanto (externalidades positivas). As assimetrias de informação ocorrem quando uma das partes contratantes é menos informada do que a outra, o que pode acarretar problemas de risco moral ou seleção adversa (ROSENGARD; STIGLITZ, 2015, p. 83-90).

No mercado financeiro, uma das principais justificativas para regulamentação envolve as grandes externalidades negativas associadas à ocorrência de crises bancárias, que podem impor severas reduções de bem-estar quando desencadeadas. Esse argumento é reforçado pela natureza relativamente vulnerável das instituições bancárias: ao captar recursos de agentes econômicos superavitários e disponibilizá-los aos deficitários, os

¹ Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa – IDP.

² Exemplificativamente, em um mercado monopolístico, como o monopolista não é um tomador de preço, verifica-se um nível de produção menor – uma vez que os preços praticados são superiores ao custo marginal –, associado à perda do excedente do consumidor, sendo este transferido para a firma como lucro ou perdido como peso morto (CHURCH; WARE, 2000, p. 33).

bancos incorrem em obrigações de curto prazo perante seus depositantes (credores) e de longo prazo ante seus tomadores de crédito (devedores), em um processo chamado de conversão de vencimentos (*maturity conversion*), o que as sujeita não apenas ao risco de crédito, mas a riscos de liquidez. Nesse sentido:

[...] Como mencionamos no preâmbulo, a função dos bancos de promover a conversão dos vencimentos - depósitos de curto prazo em empréstimos de longo prazo - os deixa extremamente vulneráveis a corridas dos depositantes. [...] Em tempos normais, os bancos mantêm recursos líquidos mais que suficientes para enfrentar qualquer surto de saques. Nas “corridas” contra um banco, contudo, os depositantes perdem a confiança e retiram o dinheiro em massa. Com o aumento contínuo dos saques, os bancos são forçados a liquidar ativos em condições desfavoráveis. [...] Portanto, mesmo que o banco apresente excelentes condições de solvência em situações normais, a necessidade de liquidar seus ativos a preços de queima de estoques, em caso de corrida bancária, pode destruir seu balanço patrimonial. (ROGOFF; REINHART, 2010, p. 144).

Uma corrida bancária pode afetar várias instituições, gerando riscos sistêmicos ao setor como um todo. Por tais razões, é comum que os bancos centrais em diversos países exerçam o que se denomina de regulação prudencial, determinando requisitos mínimos de capital para que as instituições financeiras atuem, com foco em seu gerenciamento de risco. No Brasil, exemplificativamente, o Bacen classifica as instituições financeiras em cinco segmentos distintos, os quais deverão observar maior ou menor proporção de alinhamento às recomendações de Basileia³, a depender de seu porte e da existência de atividade internacional⁴. Ademais, frequentemente, as instituições reguladas pelas autoridades bancárias, ao contrário de outros empreendimentos, são uma atividade econômica cujo funcionamento deve ser precedido de autorização pelo regulador.

A alternativa privada a essa modalidade regulatória costuma ser associada à existência de seguros de depósitos entre as instituições financeiras, ou mesmo à realização de operações de crédito emergenciais entre elas, como o Fundo Garantidor de Créditos - FGC, no Brasil. Trata-se de associação civil com personalidade jurídica de direito

³ Trata-se das recomendações emitidas pelo Comitê de Basileia para Supervisão Bancária, organização composta por autoridades de supervisão bancária de vários países, que objetiva o fortalecimento e solidez dos sistemas financeiros, além da harmonização da regulação prudencial entre seus membros. São frequentemente referenciados, nessa seara, os Acordos de Basileia. Basileia I (1998) trouxe a previsão de requerimentos mínimos de capital para mitigação de risco de crédito em instituições financeiras internacionais. Basileia II (2004) é um conjunto de recomendações baseadas em três pilares para regulação prudencial: Pilar 1, com critérios para os cálculos dos requerimentos mínimos de capital; Pilar 2, com princípios de práticas de gerenciamento de riscos a serem aplicados pelos próprios supervisionados; e o Pilar 3, trazendo requerimentos relacionados à divulgação de informações a respeito dos riscos assumidos pelas instituições financeiras. Basileia III, por sua vez, é um conjunto de recomendações divulgadas a partir de 2010 em resposta à crise financeira de 2007/08, trazendo recomendações que objetivam o aumento da resiliência das instituições financeiras à propagação de crises sistêmicas.

⁴ Vide <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/regprudencialsegmentacao>.

privado, que objetiva a manutenção da estabilidade do sistema financeiro, provendo garantia de depósitos bancários e, mais recentemente, atuando em operações de assistência de liquidez às instituições.

Tais alternativas privadas, apesar de sua grande importância, possuem limitações. Os valores garantidos pelo FGC, por exemplo, restringem-se ao montante de R\$ 250 mil por correntista para cada instituição financeira, o que pode ser insuficiente para impedir a materialização de riscos sistêmicos em uma corrida bancária. As operações destinadas a prover assistência de liquidez, do mesmo modo, encontram-se limitadas em função das próprias disponibilidades de recursos do Fundo. Além disso, em mecanismos de socorro operados entre instituições privadas, a depender da situação da firma a ser assistida, as demais podem relutar em assumir o risco da operação.

Em vista de tais limitações, mesmo que presentes as alternativas privadas acima mencionadas, as instituições de maior porte, cientes dos riscos sistêmicos que ocorreriam na hipótese de sofrerem uma corrida bancária – e da consequente propensão do poder público em socorrê-las para evitar o agravamento da crise –, podem agir sem cautela em suas operações de crédito, em um comportamento tipicamente caracterizável como risco moral. Trata-se de questão muito debatida no âmbito da crise financeira de 2007/08: em quais hipóteses instituições que por muitos eram consideradas *too big to fail* deveriam ser socorridas pelo governo quando enfrentavam uma crise de liquidez? Ponderava-se o risco para o sistema financeiro decorrente da quebra da instituição e todas as externalidades negativas a ela associada, de um lado, e as dificuldades inerentes ao aporte de grandes montantes de recursos públicos em um banco cujas dificuldades decorriam de seu próprio comportamento imprudente. Tais considerações reforçam a importância de regular em alguma medida o sistema financeiro.

Se é possível afirmar a necessidade da existência de regulação prudencial no âmbito do sistema financeiro, o mesmo não se pode dizer acerca de qual seria o seu nível ideal. Exigências regulamentares, embora contribuam para a solidez do sistema financeiro, caso excessivas, possuem efeitos negativos do ponto de vista concorrencial, constituindo verdadeiras barreiras de entrada ao setor (sem mencionar os custos de *enforcement* da regulação, incorridos também pelo setor público ao fiscalizar seu cumprimento). O quadro contribui para a existência de *spreads* bancários elevados, o que, por sua vez, limita o crescimento econômico e o bem-estar.

A tensão entre o nível de regulação bancária e crescimento econômico diz respeito também a quais instituições devem se submeter à regulação prudencial. Para Gorton

(2020), as barreiras de entrada na indústria bancária criam um ativo intangível que se perde na hipótese de quebra da instituição financeira, circunstância que gera incentivos para que ela cumpra corretamente a regulação e não tome riscos excessivos.

Por outro lado, a indústria financeira notabiliza-se por sua forte capacidade de transformação, nem sempre sendo fácil identificar se a atividade de determinada firma deve ser caracterizada como bancária para fins regulatórios. Sem que haja incentivos para que se submetam à regulação prudencial, é possível que as firmas que realizam intermediação financeira migrem para setores não regulados. Exemplo disso, novamente, é a crise financeira de 2007/08, na qual muitos problemas de liquidez foram verificados no chamado *shadow banking*, constituído pelos agentes econômicos que realizavam intermediação financeira sem que fossem submetidos à regulação prudencial típica, e depois irradiariam para o sistema bancário tradicional. A situação parece revelar uma deficiência na atividade regulatória.

Outros segmentos do sistema financeiro além do bancário experimentam dilemas regulatórios relacionados à estrutura concorrencial dos respectivos mercados, mas sob uma perspectiva distinta: no mercado de capitais, mais especificamente, no segmento de bolsas de valores, o debate situa-se na vantagem ou não da introdução de concorrência, o que determina a decisão dos reguladores de incentivá-la. Segundo Cantillone e Yin (2011), existem argumentos a favor de monopólios de provedores de infraestrutura de negociação em razão da existência de economias de escala e da presença de externalidades de rede na negociação. Assim, o monopólio proporcionaria aumento de liquidez (e, conseqüentemente, do bem-estar dos participantes do mercado, visto que prover liquidez é uma das principais funções dos mercados), aumento de volumes transacionados e redução de custos de transação. Por outro lado, a competição leva a uma pressão pela redução das tarifas cobradas.

Na realidade, a introdução de competição entre bolsas parece ter conseqüências que vão além da pressão por redução de tarifas. Santos e Scheinkman (2001), por exemplo, rejeitam a hipótese de que a pressão competitiva entre bolsas em busca do aumento de volumes transacionados levaria a baixos níveis de requerimento de margens (garantias) para realização de operações com risco de crédito; ao contrário, o monopolista exigiria menos garantias, uma vez que o mercado monopolista induz à realização de operações menores, sendo menores os incentivos para descumprimento obrigacional. Logo, a competição proporcionaria a realização de operações maiores, relacionando-se à qualidade dos serviços de crédito providos. Semelhantemente, Cespa e Vives (2018)

concluem que a bolsa monopolista presta serviços tecnológicos abaixo do nível ideal, o que afetaria negativamente os níveis de liquidez, e, por consequência, de bem-estar.

No Brasil, a matéria foi discutida em estudo solicitado pela Comissão de Valores Mobiliários para avaliar as consequências de uma hipotética alteração na estrutura concorrencial de negociação e pós-negociação do mercado de bolsa de valores, e as respectivas alternativas regulatórias. Apontou-se que a introdução de competição, por um lado, favorecia os investidores em razão da redução dos custos com tarifas de negociação e pós-negociação; todavia, levantou-se a possibilidade de aumentos “significativos” nos custos de regulação, e que estes poderiam ser repassados aos próprios investidores (OXERA, 2012).

As questões aqui trazidas notabilizam a complexidade do mercado financeiro, que, ao lado de sua importância econômica, tornam delicada a tarefa do regulador, de maneira que a decisão quanto à sua intervenção deve ser precedida de cuidadosa análise de impacto regulatório. Além disso, implementação de políticas públicas eficazes e eficientes deve-se valer de avaliações baseadas em evidências, sendo a análise *ex post* de medidas regulatórias anteriormente implementadas no setor financeiro uma importante ferramenta para avaliar seu (in)sucesso, e subsidiar futuras decisões nessa seara.

REFERÊNCIAS

CANTILLONE, Estelle; YIN, Pai-Ling. **Competition Between Exchanges: A Research Agenda**. *International Journal of Industrial Organization*, v. 29, n. 3, p. 329-336, mai. 2011.

CESPA, Giovanni; VIVES, Xavier. **Exchange Competition, Entry, and Welfare**. CESifo Working Paper, n. 7432, 2018.

CHURCH, Jeffrey; WARE, Roger. **Industrial Organization: A Strategic Approach**. Nova Iorque: Irwin McGraw Hill, 2000.

GORTON, Gary B. **The Regulation of Private Money**. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 52(S1), 2020, p. 21-42.

OXERA. **Quais seriam os custos e benefícios para mudar a estrutura competitiva do mercado para serviços de negociação e pós-negociação em Brasil?** Comissão de Valores Mobiliários. 2012. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/custos-ebeneficios-para-mudar-a-estutura-competitiva-do-mercado-para-servicos-de-negociacao-e-posnegociacao-em-brasil-oxera-junho-2012>>.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. **Oito séculos de delírios financeiros: desta vez é diferente**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

ROSENGARD, Jay K.; STIGLITZ, Joseph E. **Economics of the public sector**. 4. ed. Nova Iorque: Norton & Company, 2015.

SANTOS, Tanos; SCHEINKMAN, Jose A. **Competition among Exchanges**. The Quarterly Journal of Economics, v. 116, n. 3, p. 1027–1061, fev. 2001.