



## A nova regulação do sistema financeiro face à crise econômica mundial de 2008

*The new financial system regulation due to the 2008 economic crisis*

**Kharen Kelm Herbst<sup>[a]</sup>, Francisco Carlos Duarte<sup>[b]</sup>**

<sup>[a]</sup> Pesquisadora bolsista do CNPq, Investigadora do grupo de pesquisa Análise Econômica do Direito do Petróleo na Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Curitiba, PR-Brasil, e-mail: kharen\_k@hotmail.com

<sup>[b]</sup> Doutor em Ciências Jurídicas e Sociais (Universidade Federal de Santa Catarina e Università di Lecce – Itália), Pós-doutorado (Universidade de Lisboa – Portugal e Università di Lecce – Itália). Professor titular na graduação e pós graduação em Direito da Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Curitiba, PR-Brasil, e-mail: franciscocduarte@hotmail.com

### Resumo

A finalidade da nova regulação é garantir uma maior estabilidade do sistema financeiro, após décadas de flexibilização das leis que permitiu a existência de práticas fraudulentas e abusivas que levaram o capitalismo à beira do colapso. O nosso objetivo neste trabalho é estudar como está sendo realizada a construção desta nova regulação diante das falhas que a crise de 2008 tornou explícitas. O encontro da ciência econômica com a ciência jurídica se dá a partir da necessidade de se maximizar o bem-estar social em um mundo onde os recursos são escassos. Neste sentido diversos autores desenvolveram seus estudos, criando

teorias a respeito da intervenção estatal na economia. No presente artigo, as perspectivas teóricas serão analisadas em conjunto com os fatos que se seguiram à crise de 1929 – a única comparável à atual crise – para então nos debruçarmos sobre os autores contemporâneos e seus estudos a respeito do complexo modelo econômico mundial de mercados abertos e globalizados, e das origens da crise de 2008. As questões principais são os meios e os fins pelos quais deve se dar a intervenção estatal na economia atualmente, e quais são os pontos centrais da nova regulação.

**Palavras-chave:** Regulação financeira. Crise econômica. Globalização.

### **Abstract**

*The purpose of the new regulation is to ensure greater stability for the financial system, after decades of relaxation of laws that allowed the existence of fraudulent and abusive practices that led capitalism to collapse. Our goal in this study is to analyze how the construction of this new regulation is being conducted to prevent faults such as the ones that originated 2008 financial crisis. The meeting of economics and legal sciences emerges from the need to maximize the social welfare in a world where resources are scarce. In this regard several authors developed their studies, creating theories of state intervention in economy. In this article, these theoretical perspectives will be analyzed along with the events that followed the crash of 1929 and then turn to the contemporary authors to study the current complex global economic model and the origins of the 2008 crisis. The main issues are the means and the purpose for which state intervention should be encouraged in the economy today, and what are the main points of the new regulation.*

**Keywords:** Financial regulation. Economic crisis. Globalization.

### **Introdução**

Diante do cenário mundial atual, de sucessivas crises econômicas, cada vez mais frequentes e severas, torna-se imprescindível um estudo mais aprofundado a respeito do funcionamento predatório do sistema financeiro. Há um consenso entre os economistas de que as crises financeiras são inerentes ao capitalismo, associadas aos ciclos econômicos, conforme justificou o ex-presidente do Federal Reserve afirmando que “o êxito na obtenção da estabilidade estabelece as bases para as bolhas nos preços dos ativos” (GREENSPAN, 2013). Nosso objetivo é demonstrar que esta justificativa nem sempre é válida e que os períodos de

expansão não precisam ser invariavelmente seguidos de uma recessão. Para isso, a crise de 2008 deve ser analisada a partir dos agentes econômicos que a conceberam. Ocorre que se o sistema financeiro operar dentro de certos limites previamente definidos é possível evitar, ou pelo menos atenuar as crises, mas os neoliberais argumentam que limitar as operações financeiras pode desacelerar o crescimento econômico e diminuir a competitividade do país. Assim, surge o acalorado debate: é melhor crescer mais rápido com instabilidade, ou mais lentamente com estabilidade?

O funcionamento da economia mundial deve ser entendido como produto das ações e decisões tomadas racionalmente pelos agentes econômicos e que, através de seus desdobramentos, definem o futuro do sistema financeiro. A Grande Recessão (como vem sendo chamada a crise de 2008) é a prova de que nessa tomada de decisões o interesse público continua muito abaixo do interesse privado, e torna evidente a necessidade de uma maior comunicação entre o sistema financeiro e o sistema jurídico.

A sociedade anseia por leis justas, que possam efetivamente promover a dignidade da pessoa humana e reduzir a desigualdade material. O desafio desta década para os juristas é atuar visando a esse fim, para que o sistema jurídico não venha a ser desacreditado. É neste sentido que o Direito deve se envolver no sistema financeiro, buscando defender a sociedade de uma degradação causada pelos seus abusos. O ponto de tangência entre Direito e Economia se dá na tentativa de se maximizar o bem comum em um mundo de recursos escassos. É neste ponto que surge a regulação do sistema financeiro.

A melhor maneira de se compreender uma crise econômica é superar as fronteiras da economia, abordando também as perspectivas sociais, políticas e jurídicas que a circundam. Partindo deste raciocínio decidimos focar na conexão que existe entre o sistema econômico e o sistema jurídico, analisando desde as origens da crise de 2008, seus desdobramentos e os remédios que vêm sendo apresentados.

### **A origem da crise de 2008**

O mundo não experimentava uma crise tão severa desde a quebra da bolsa em 1929, por este motivo a atual crise foi tão comparada àquela de 70 anos antes, suscitando questões pertinentes como, por exem-

plo, por que as lições da Grande Depressão não foram assimiladas de forma que as instituições surgidas naquela época não foram capazes de prevenir que a situação se repetisse agora em 2008? Entendemos que a pergunta que deve ser feita é: o que mudou nesse tempo que tais instituições não acompanharam?

Para superar a crise de 1929 e reorganizar a economia após a Segunda Guerra Mundial, as nações mais desenvolvidas se reuniram, em 1944, para criar um arranjo institucional e uma forte regulação econômica que ficou conhecida como sistema Bretton-Woods, e que proporcionou um período de prosperidade para o capitalismo. O acordo de Bretton-Woods foi idealizado por Harry Dexter White e John Maynard Keynes, adeptos do *new deal*. Durante a sua vigência, este sistema criou uma entidade supranacional para regular o sistema financeiro internacional (FMI), instituiu um esquema de paridades cambiais fixas, baseadas no padrão dólar-ouro; houve um aumento da produção e o crescimento econômico se tornou mais estável, proporcionando o surgimento de uma ampla classe média. Este período é conhecido hoje como “os 30 anos gloriosos”, ou “a era de ouro” do capitalismo, e seu colapso se deu nos anos 70.

Enquanto a Era de Ouro caracterizava-se por mercados financeiros regulados, estabilidade financeira, altas taxas de crescimento econômico e redução da desigualdade, o oposto ocorreu nos anos neoliberais: as taxas de crescimento caíram, a estabilidade diminuiu e a desigualdade aumentou, privilegiando principalmente os 2 por cento mais ricos das nações. (BRESSER-PEREIRA, 2010. Tradução livre dos autores)<sup>1</sup>

O desmantelamento do sistema Bretton-Woods, em 1971, mergulhou o sistema financeiro em uma anarquia, desencadeando uma série de crises financeiras que culminariam na grande crise de 2008. Primeiramente, o governo dos EUA, unilateralmente, substituiu o padrão dólar-ouro pelo padrão dólar-flexível, potencializando a instabilidade da eco-

---

<sup>1</sup> Whereas the golden age was characterized by regulated financial markets, financial stability, high rates of economic growth, and a reduction of inequality, the opposite happened in the neoliberal years: rates of growth fell, financial stability increased sharply, and inequality increased, privileging mainly the richest 2 percent in each national society.

nomia, flexibilizando as leis e permitindo a prática da financeirização e de uma especulação desenfreada. A financeirização pode ser entendida como um novo regime de acumulação, um arranjo financeiro distorcido, baseado na criação de uma riqueza financeira artificial, desconectada da riqueza real e da produção de bens e serviços (BRESSER PEREIRA, 2010).

O desmantelamento do sistema Bretton-Woods, em 1971, mergulhou o sistema financeiro em uma anarquia, desencadeando uma série de crises financeiras que culminariam na grande crise de 2008. Primeiramente, o governo dos EUA, unilateralmente, substituiu o padrão dólar-ouro pelo padrão dólar-flexível, potencializando a instabilidade da economia, flexibilizando as leis e permitindo a prática da financeirização e de uma especulação desenfreada. A financeirização pode ser entendida como um novo regime de acumulação, um arranjo financeiro distorcido, baseado na criação de uma riqueza financeira artificial, desconectada da riqueza real e da produção de bens e serviços (BRESSER PEREIRA, 2010). A partir de então o sistema financeiro seria gradativamente tomado pelos bancos de investimentos, que amalhavam o dinheiro em ações. Para bem definir o comportamento destes agentes econômicos, usamos as palavras de Keynes, que em sua obra Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, declarou: “quando o desenvolvimento do capital em um país transforma-se em subproduto das atividades de um cassino, ele não será benfeito” (KEYNES, 1936).

Leis e códigos, em face dos novos paradigmas de produção, das novas tecnologias de informação e dos novos canais de comunicação, enfrentam dificuldades para promover o acoplamento entre um mundo virtual emergente e as instituições do mundo real (FARIA, 2010).

Sendo permitida essa flutuação das taxas de câmbio, com a perda de uma âncora de valor nominal, o prudente seria que a regulação fosse ampliada, mas o que ocorreu foi o contrário. A desregulação continuava ganhando força, agora com a vitória de Ronald Reagan para a presidência dos EUA na década de 80, que levou ao poder uma coalização política de postura neoliberal. “A história das finanças globais, desde 1980, tem sido de crises financeiras assustadoramente onerosas” (WOLF, 2008). Os fatos que se seguiram incluem o Gramm-Leach-Bliley Act (GLBA),

que revogou parcialmente a Lei Glass-Steagall, em 1999, abrindo o caminho para as fusões. A Lei Glass-Steagall estava em vigor desde 1933 e tinha como propósito evitar um colapso financeiro sistêmico como o de 1929. Para isso, determinava a separação entre os bancos comerciais e os de inversão, combatendo a cartelização e os monopólios. Com a sua revogação, estava aberto o caminho para os bancos se tornarem poucos e gigantes, ao ponto em que a falência de um deles abalaria todo o sistema financeiro. Surgiu daí o conceito que hoje conhecemos como *too big to fail* – onde o governo é obrigado a socorrer os grandes bancos à beira da falência, para salvar o sistema financeiro como um todo.

Nos anos 90, a financeirização desregulamentada e os avanços tecnológicos criaram o mercado de derivativos, que viria a ser o berço da crise de 2008, pois este novo mercado era composto de diversas ferramentas financeiras que multiplicavam a capacidade de especular dos investidores. Em dezembro de 2000, a Lei de Modernização dos Mercados Futuros banuiu a regulação dos derivativos, alegando que esta deveria ser uma negociação entre particulares. Houve, nesse período, o que José Eduardo Faria (2010) denomina de “produção privada de direitos”.

Quando a política de expansão do crédito, promovida pelo Federal Reserve, gerou as hipotecas *subprime*, os credores passaram a vender essas hipotecas aos bancos de investimento, que combinavam várias delas em derivativos chamados de CDO – Obrigações de Dívida Garantida, e vendendo estes CDOs a investidores do mundo todo. Os credores não se importavam se os mutuários seriam capazes de saldar estas dívidas, elas continuavam sendo passadas adiante, mediante falsas promessas. Foi criada uma cadeia de titularização onde não importava a qualidade das hipotecas, o jogo consistia em passar o risco adiante e ainda ganhar uma comissão por isso – aqueles que agissem dessa forma eram premiados com bônus dentro das instituições financeiras; havia, portanto, uma política de encorajamento desse comportamento. O problema é que nem todos tinham consciência deste risco, pois os bancos de investimento pagavam as agências de *rating* para avaliarem os CDOs com uma falsa nota AAA (a mais alta nota de classificação da segurança de um investimento). A desregulação havia também afrouxado os limites da alavancagem, portanto, o número de empréstimos *subprime* continuava crescendo, tornando-se o preferido dos bancos de investimento

pois possibilitava a cobrança de juros mais altos, mas “o nível de alavancagem é mais determinante para a severidade da crise do que a bolha em si” (GREENSPAN, 2013). Estes empréstimos continuavam sendo combinados em CDOs predatórios que recebiam a nota AAA. A crise era iminente, “o caminho em que se lançou a economia dos Estados Unidos era insustentável a longo prazo” (WOLF, 2008).

Houve uma subestimação dos riscos e uma complexidade crescente, que tornou difícil a fiscalização (GREENSPAN, 2013). A verdadeira causa da crise, portanto, foi a desregulação: a revogação de leis que já existiam e a não criação de leis que deveriam controlar a crescente financeirização (KRUGMAN, 2009), que criou um ambiente onde títulos garantidos por dívidas poderiam ser vendidos como confiáveis, onde o domínio do sistema financeiro estava concentrado nas mãos de poucos e gigantes – tais como o Goldman Sachs, JP Morgan e Lehman Brothers – respaldados por companhias de seguro e agências de *rating* que cooperavam com suas fraudes.

A crise percorreu o seguinte caminho: liberalização financeira, excessiva assunção de riscos por instituições financeiras, regulamentação ineficaz por reguladores ingênuos, rápido crescimento do crédito, falência de bancos e contágio de instituições saudáveis (WOLF, 2008). Era inevitável, não por ser inerente ao capitalismo, mas sim pelo funcionamento imprudente que vinha sendo adotado pelo sistema financeiro; a expansão do crédito e o mercado imobiliário foram apenas precipitações.

### **Globalização financeira**

Atualmente, a habilidade de competir internacionalmente é a condição *sine qua non* para que um país possa ser considerado desenvolvido. Qualquer lógica econômica está profundamente relacionada à globalização, de forma que esta se apresenta como o único caminho para o desenvolvimento. A financeirização segue esta mesma regra, pois depende do intenso fluxo de capitais entre os países, ou seja, da globalização financeira. A desregulação dos mercados financeiros, a internacionalização do setor bancário e das decisões econômicas, a transnacionalização dos capitais, e a dissociação entre economia real e economia financeira, são fenômenos próprios desta nova face da globalização. O

que vemos é uma globalização da especulação financeira, onde o capital não tem pátria, nem limites para a sua acumulação.

Os mercados financeiros passaram a avaliar os Estados como as Bolsas avaliam as empresas. Eles o fazem a partir de uma tabela de leitura com diversos parâmetros: endividamento, evolução dos déficits públicos, nível de inflação, crescimento, desemprego [...] (MINC, 1999).

Para os países em desenvolvimento, como o Brasil, isso acaba se tornando um grande obstáculo, pois, para que possam concorrer no mercado internacional, se vêem obrigados a adotar políticas econômicas para as quais ainda não estão preparados – políticas próprias dos países desenvolvidos. Como resultado deste processo, vemos uma grande dificuldade do sistema político nacional e convencional de estabelecer regras estáveis e consistentes para a atuação dos agentes econômicos.

No âmbito da economia, cada país hoje funciona como um subsistema dentro de um sistema global, de tal modo que qualquer regulação da economia financeira terá sua efetividade condicionada à aceitação deste sistema. Isso significa que qualquer lei criada por uma nação, se for contrária ao raciocínio prevalecente no restante do mundo, pode segregar esta nação do campo competitivo. Está implícita na globalização a exigência de uma harmonização legislativa.

A globalização, até o presente momento, vem acompanhada de duas ideologias: neoliberalismo o globalismo. O neoliberalismo prega a auto-regulação dos mercados – o que explica a desregulação ocorrida antes da crise de 2008; e o globalismo tem como ideia central a interdependência dos Estados-nação, com uma perda relativa da sua autonomia, visando a estar de acordo com padrões internacionais (BRESSER-PEREIRA, 2008).

[...] normas jurídicas editadas e aplicadas no âmbito de uma realidade dominada por forças e dinâmicas globais, que ultrapassam os marcos institucionais nacionais tradicionais, tendem a perder a capacidade de ordenar, moldar, conformar e regular a economia e de reduzir incertezas, estabilizar expectativas e gerar confiança na sociedade (FARIA, 2010).

Nas palavras de Martin Wolf (2008), “os sistemas financeiros globais, há pouco liberalizados e globalizados, eram acidentes à espera de acontecer”, pois estavam contaminados de erros como os sistemas legais inadequados, garantias ilimitadas do governo e dificuldade de se policiar comportamentos. “Os riscos são ainda mais altos nas economias de mercados emergentes, onde as instituições são subdesenvolvidas e possuem pouca experiência com mercados financeiros liberalizados” (WOLF, 2008).

Este será o maior desafio do Brasil nos próximos anos: passado o momento de euforia pelo crescimento da economia em sua história recente, com a descoberta do petróleo na camada pré-sal, a ascensão da classe C e o consumo estimulado; a próxima fase deverá ser marcada por uma forte e eficiente regulação do sistema financeiro, para que estas conquistas não venham a desencadear uma crise. A auto-regulação já provou que não funciona, portanto, há questões prioritárias para o futuro próximo, por exemplo, como lidar com a expansão do crédito sem produzir um alto nível de risco? Como lidar com os *commodities* do pré-sal? Ainda que estas questões devam ser resolvidas com a devida observância da supracitada harmonização legislativa global, será necessário saber filtrar as influências que melhor se adaptam ao caso brasileiro, sem prejuízo da sua habilidade de competir internacionalmente.

### **A nova regulação**

Vivemos em um mundo de recursos escassos, onde o Estado tem como finalidade máxima a promoção do bem comum. Este problema só poderá ser solucionado através do encontro da ciência econômica com a ciência jurídica. É neste ponto de tangência que surge a regulação do sistema financeiro.

[...] fazer Economia sem entender o papel desempenhado pelo Direito é algo que se assemelha ao estudo da circulação do sangue sem ter um corpo. O sistema legal tem profundo efeito no funcionamento do sistema econômico e pode-se dizer que em certos aspectos o controla (COASE, 1984).

Economistas clássicos, como Keynes e Minsky, sugerem que a estabilidade econômica só pode ser retomada e mantida mediante ações

corretivas do governo. Esta proposta vem sendo retomada de forma veemente por autores contemporâneos de grande renome, como Paul Krugman (2009) e Martin Wolf (2008). Entretanto, para o keynesianismo a intervenção estatal na economia seria mais para investir do que propriamente para regular, ou seja, o Estado assume o papel de agente econômico desenvolvendo atividades que não são interessantes para o setor privado, os gastos governamentais compensariam déficits na demanda agregada, complementando o mercado e tornando-o mais eficiente, tendo como finalidade o pleno emprego. Minsky, economista pós-keynesiano, volta-se mais para o papel regulador do Estado; partindo da ideia de ciclos econômicos, o autor acredita que a estabilidade gera, naturalmente, a instabilidade, pois quando a economia passa por um período estável os agentes econômicos encorajam-se a assumir riscos maiores através da especulação, e a regulação deveria ser criada, portanto, para limitar esta especulação. Os autores contemporâneos inovaram trazendo a ideia de que os agentes econômicos não são apenas vítimas de ciclos econômicos, mas que tomam decisões racionalmente e adotam diversas práticas, além da especulação, que podem prejudicar a economia. Tais como a fraude, a alavancagem excessiva, a má avaliação dos riscos e a informação assimétrica resultante da falta de transparência; e foram estas práticas que, agravadas pelo risco sistêmico, deram origem à crise de 2008. Portanto, a intervenção e a regulação são necessárias para corrigir esse comportamento.

A crise de 2008 tornou explícita e urgente a necessidade de se criar uma regulação para prevenir crises, ao invés de apenas remediá-las. Como vimos anteriormente, entre as causas imediatas da crise podemos citar o uso indiscriminado da alavancagem, a má avaliação dos créditos, as inovações financeiras pouco compreendidas e a política de encorajamento da tomada de riscos. Entretanto, com uma análise detida concluímos que todas estas causas – ou a maioria delas – tiveram início com a desregulação do sistema financeiro. A esperança que temos é a de que a crise de 2008 represente uma virada na história do capitalismo, pois, assim como na crise de 1929, há lições que devem ser aprendidas e comportamentos que devem ser corrigidos, estabelecendo um novo *modus operandi* para a economia financeira globalizada.

Num sistema normativo com essas características, e levando-se em conta que muitos temas, questões e marcos das políticas públicas cada vez mais tendem a ser ditados por mercados globalizados, alguns conceitos jurídicos tradicionais, como bem comum, fim social e interesse geral, já não conseguem mais exercer o papel. [...] Já não têm mais o forte peso ideológico e funcional detido à época do advento do Estado constitucional, da democracia representativa, das modernas declarações de direitos e das redes jurídicas de proteção social (FARIA, 2010).

A crise de 2008 pode representar o fim da ditadura dos mercados e o fortalecimento do Estado será o meio mais eficiente para providenciar tais correções ao sistema capitalista – visto que o Estado tem, por sua própria natureza, responsabilidades morais e sociais que as empresas não têm.

Toda crise econômica é uma crise social, e a crise de 2008 é também uma crise moral (BRESSER-PEREIRA, 2010), pois questões morais e éticas se mostraram presentes tanto em sua raiz como em seus resultados. Atos fraudulentos são constantes nos mercados financeiros, legitimados por bônus que são oferecidos pelas instituições que incentivam os executivos a cometê-los; tais atos, nos últimos anos, foram seguidos de diversos escândalos corporativos, de forma que uma das consequências da crise foi a desmoralização do Estado, ao tornar explícita a sua cegueira para estas práticas abusivas, e a falta de legislação e fiscalização do sistema financeiro, culminando com o resgate dos bancos realizado com o dinheiro dos contribuintes. Os custos das crises são altos, e são os contribuintes que pagam a conta.

A regulação deverá ser instituída com o propósito de defender o interesse da coletividade contra as perdas de bem-estar associadas às falhas de mercado. A ideia que queremos resgatar é a de que “o papel do Estado como protetor do povo e, portanto, como legislador e aplicador das leis é monopólio do ente estatal e ainda razão de ser da sua existência” (WOLF, 2008), pois quando os governos contribuem para a prosperidade dos seus cidadãos, o Estado em si, torna-se rico. A intervenção do Estado na economia, atuando para combater as falhas de mercado, é também um instrumento para assegurar uma maior estabilidade diante dos inevitáveis ciclos econômicos, atenuando os efeitos dos períodos

negativos – uma ideia que é amplamente difundida desde o impacto da Grande Depressão (KEYNES, 1936; MINSKY, 1986).

Compartilha dessa opinião também o ex-presidente do Federal Reserve:

Apesar da ruptura de nossos sofisticados modelos de gestão de riscos e apesar do fracasso das agências de classificação de risco, o sistema financeiro teria resistido se o terceiro baluarte contra a crise, o sistema regulatório, tivesse funcionado de forma eficiente (GREENSPAN, 2013).

O Estado deve acompanhar o curso dos fatos, da evolução do sistema financeiro, atuando de forma coordenada com as novas instituições, ajudando a construí-las, ao invés de encará-las como rivais. A nova regulação deve vir para controlar os abusos da financeirização, com enfoque nos principais pontos que ocasionaram a crise de 2008, conforme veremos a seguir, e restaurar a confiança da sociedade em seus governantes e na economia e no Direito, comprometida com valores e direitos sociais, gerando uma estabilidade parecida com aquela dos 30 anos gloriosos (BRESSER-PEREIRA, 2010).

### **Agências de rating**

Um dos grandes problemas da gestão de risco foi a terceirização de uma parte do trabalho dos gerentes de investimento para as agências especializadas em classificação de risco, como a Moody's, a Standard & Poor e a Fitch (GREENSPAN, 2013). As agências de *rating* foram as responsáveis por promover uma falsa imagem dos CDOs, atribuindo-lhes notas altas (baixo risco) quando não deveriam fazê-lo. As classificações AAA concedidas pelas agências a muitos títulos acabariam se mostrando altamente tóxicos. A principal motivação para que agissem desta forma foi o fato de que seu lucro dependia de seus relatórios de avaliações: quanto mais notas AAA atribuíssem, maiores seriam os seus ganhos trimestrais. Portanto, um dos pontos centrais da nova regulação deverá ser a fiscalização e responsabilização destas agências. Quando investigadas pela *Securities Exchange Commission*, após o advento da crise de 2008, alegaram que agir desta forma era normal e condizente com as práticas do mercado, e justificaram dizendo que suas avaliações, na

verdade, não passam de uma opinião, na qual os clientes confiam se quiserem – e, portanto, as agências estavam protegidas, nos EUA, pela Primeira Emenda, que garante a liberdade de opinião. Sabemos que a realidade é outra:

Os novos donos do mundo não são os investidores e sim as instituições que fazem e desfazem as reputações do mercado: analistas financeiros de todas as laias e de todas as especialidades; agências de rating muito tutelares porque não são muitas; e os presidentes dos principais bancos centrais, não tanto pela capacidade de manejar os fluxos, mas pela função de gurus oficiais (MINC, 1999).

Este problema não vinha ocorrendo apenas nos EUA, enfrentávamos o mesmo problema no Brasil, e vimos uma situação onde agências de classificação de risco deram notas altas e consideraram seguros vários bancos brasileiros que, pouco tempo depois, vieram a quebrar e sofrer intervenção do Banco Central, entre eles o BVA e o Cruzeiro do Sul.

A verdade é que os investidores usam os *ratings* para se guiar no mercado de capitais. No Brasil estava ocorrendo uma prática que ficou conhecida como “*shopping de ratings*”, onde as empresas pediam uma avaliação preliminar para uma agência, se conseguissem uma nota baixa, tentavam em outra, até conseguir uma nota alta, sendo que não era obrigatório revelar os *ratings* preliminares e, portanto, os investidores jamais desconfiavam que aquela empresa havia recebido notas baixas. Este problema se tornou tão grave e tão explícito que, desde janeiro de 2013, começou a valer uma instrução da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) que torna obrigatório divulgar os *ratings* preliminares. Esta regulação deve ser ainda mais rígida agora, momento em que o país tem a intenção de estimular o mercado de debêntures, e deve focar na fiscalização das agências de classificação de risco, seus critérios de avaliação e a transparência de seus resultados.

### **Assimetria de informação e confiança**

O problema das agências de *rating* tem raiz na assimetria da informação, que gera falhas de mercado conhecidas de longa data pelos estudiosos da macroeconomia: a seleção adversa e o risco moral. Este

fenômeno ocorre quando um dos agentes econômicos em meio a uma transação detém mais informações do que o outro, que vem a ser prejudicado por este desequilíbrio. A informação assimétrica pode estar relacionada à qualidade do que está sendo negociado naquele momento, como, por exemplo, ao nível de risco embutido nesta negociação – situação que gera a seleção adversa; e também pode estar relacionada ao comportamento dos indivíduos após firmado o contrato, quando há a possibilidade de que estes não cumpram o previsto – resultando no risco moral (STIGLITZ, 1985). Portanto, a informação assimétrica gera problemas especialmente quando se trata do mercado de crédito – onde se originou a crise de 2008.

Sendo assim, é imprescindível que a nova regulação exija uma maior transparência dos agentes envolvidos nas finanças, tendo como finalidade a preservação da confiança, que é o alicerce do bom funcionamento do sistema financeiro, pois a informação é o principal instrumento das finanças. As agências de *rating* lucravam com a venda destas informações, e os bancos de investimento lucravam conforme estas informações pudessem ser manipuladas em seu favor.

As agências de *rating* são, na realidade, instituições privadas realizando atividades de monitoramento dos riscos e estão, portanto, suscetíveis a fraudes, negligência e incompetência, agravando o problema da informação assimétrica.

A informação que se tem a respeito de uma determinada transação financeira está profundamente ligada à confiança que nela será depositada. Isso porque os contratos financeiros envolvem obrigações que serão adimplidas em um momento futuro, e portanto, deve haver uma expectativa de que estes contratos serão cumpridos conforme o esperado. O bom funcionamento do sistema financeiro depende das expectativas dos agentes econômicos envolvidos, e a reversão desta expectativa é que gera a crise, quando dá vazão ao comportamento de manada e ao pânico.

O comportamento de manada [...] tem consequências para a economia como um todo. O medo e a euforia, por exemplo, são processos contagiosos exacerbados pelo comportamento de manada. [...] É um motor-chave e uma característica essencial dos booms especulativos e do estouro das bolhas (GREENSPAN, 2013).

Um dos desdobramentos da expansão excessiva do crédito é a dificuldade de se identificar os pontos de insolvência, situação que impregna de desconfianças o sistema financeiro.

As finanças se fundamentam em promessas – que, pela própria natureza, podem ser quebradas. Acima de tudo, os destinatários das promessas sabem que elas podem ser descumpridas. Essa característica torna os sistemas financeiros vulneráveis a mudanças de expectativas sobre um futuro intrinsecamente incerto (WOLF, 2008).

A natureza do sistema financeiro é, para Martin Wolf, uma pirâmide de promessas, pois “à medida que se torna mais complexo, o sistema financeiro empilha promessas em cima de promessas, e a crise ocorre quando a pirâmide começa a desabar e tudo parece assustadoramente instável (WOLF, 2008). Isso pode ocorrer como resultado de comportamentos irresponsáveis no mercado ou pode ser decorrente de intervenções governamentais incompetentes – ou por estas duas razões simultaneamente. “Para confiar nessa estrutura complexa, precisa-se de instituições fortes e confiáveis, inclusive de governos honestos e eficazes que operem sob as restrições do império da lei” (WOLF, 2008).

### ***Too big to fail***

Visto que a confiança exerce um papel fundamental nas finanças, podemos agora falar sobre o risco sistêmico: trata-se de um fenômeno próprio do sistema financeiro, que é a possibilidade de que um desequilíbrio em um ponto deste sistema venha a contagiar o sistema como um todo, podendo levar a economia a um colapso.

O risco sistêmico, nos Estados Unidos, é quase inteiramente gerado pelos riscos colocados pelas instituições e mercados financeiros – e o maior receio de todos é que o *default* de uma dessas instituições possa dismantlar o sistema financeiro e, junto com ele, a economia como um todo (GREENSPAN, 2013).

Ocorre que as instituições financeiras são empresas onde o agente privado decide como vai usar seus recursos, mas as consequências des-

tas decisões se estendem a todo o sistema, como vimos no início da crise de 2008, onde a falência de grandes bancos gerou incertezas e pânico generalizado.

Esse problema foi agravado diante da falta de regulação, como já mencionamos, após o desmantelamento do acordo de Bretton-Woods e a revogação da Lei Glass-Steagall, que abriu caminho para a fusão das empresas.

Mais de uma década atrás, comentei que os megabancos que estão sendo formados por crescimento e consolidação são entidades cada vez mais complexas, que criam o potencial para riscos sistêmicos incomumente grandes na economia nacional e internacional, caso vão à falência (GREENSPAN, 2013).

Se o risco sistêmico é natural do sistema financeiro, quando as empresas concentram-se em poucas e gigantes este risco é elevado, pois a quebra de apenas uma destas instituições já ocasiona, por si só, o colapso de todo o sistema e até mesmo da economia, de forma que esta quebra deve, a todo custo, ser evitada, mesmo que para isso seja necessária a ajuda do governo. De fato, esta ajuda do governo é um dos aspectos que estimula as fusões, figurando como uma vantagem para os grandes bancos que possuem a garantia de que, se estiverem à beira da falência, serão resgatados – e este resgate se dá com o dinheiro dos contribuintes. Após décadas de dormência, foi em 2008 que a seção 13(3) da Lei do Federal Reserve voltou a ser invocada. Este dispositivo, basicamente, dá ao Federal Reserve o poder de conceder empréstimos em espécie, em quantias praticamente ilimitadas. No caso em questão, 29 bilhões de dólares foram emprestados ao JP Morgan para a aquisição do Bear Stearns, que estava à beira da falência. Era o início da maior crise financeira de todos os tempos. Esta situação caracteriza-se por uma privatização dos ganhos e socialização dos prejuízos – motivo pelo qual eclodiram revoltas populares como o *Occupy Wall Street* após a deflagração da crise. Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve, em entrevista ao *Bloomberg News* em 2009, bem explica que “se é grande demais para falir, é grande demais.”

Este problema só poderá ser amenizado se a fusão for limitada, evitando também monopólios, de forma que a concorrência possa exer-

cer seu papel. “É preciso assegurar que os gestores e os acionistas das instituições falidas assumam as grandes perdas” (WOLF, 2008). Esta medida viria também a restaurar a confiança dos cidadãos nos seus governos, reduzindo o comportamento de manada, o pânico e os canais de contágio.

### **Legislação vigente**

Tudo se resumiria a “uma regra simples: qualquer coisa que faça o que os bancos fazem, qualquer coisa que precise ser socorrida nas crises da mesma maneira como os bancos, deve ser regulada como os bancos” (KRUGMAN, 2009), afinal, a crise de 2008 se deve ao fato de uma grande variedade de instituições isentas de fiscalização adotarem práticas de financeirização.

Atualmente, há disposições legais que abrangem as principais causas da crise e este momento é a oportunidade ideal para providenciar as melhorias necessárias à regulação do sistema financeiro.

Em escala nacional, a função de disciplinar e fiscalizar o sistema financeiro é dividida entre alguns órgãos hierarquicamente organizados. A legislação do sistema financeiro, obviamente, deve estar de acordo com os princípios consolidados na Constituição Federal; de forma que o funcionamento do sistema financeiro não pode ser um obstáculo à efetivação dos princípios aqui supracitados. Sem termos a intenção de esgotar os dispositivos que regem o sistema financeiro, nos ateremos àqueles relacionados aos problemas que estão dentro do contexto da presente pesquisa (informação assimétrica, fraudes, fusões, transparência e harmonização legislativa).

Cabe ao Banco Central do Brasil, de acordo com a Lei 4.595/64, art. 10º, exercer o controle do crédito (inc. VI), fiscalizar as instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas (inc. IX), bem como autorizar o funcionamento e quaisquer fusões ou incorporações destas instituições (inc. X). O Banco Central é também o canal de comunicação do governo brasileiro com as instituições estrangeiras e internacionais (art. 11º, inc. I).

À CVM compete, de acordo com a Lei 6.385/76, promover a expansão e o funcionamento regular e eficiente do mercado de ações, proteger os titulares de valores mobiliários, evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de de-

manda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados, assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários (art 4º). fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados (art. 8º). Com a finalidade de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, poderá suspender a negociação de determinado valor mobiliário, divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado, proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular (art. 9º, §1º).

Também nas Leis 4.728/65 e 6.385/76, vemos regras estabelecidas no sentido de proteger o público investidor exigindo que as instituições financeiras forneçam informações verdadeiras e precisas a respeito dos valores mobiliários negociados. facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedade que os emitirem, proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários.

Fornecer maiores informações sobre a exposição e a gestão de riscos contribui para mitigar o problema sistêmico do mercado de derivativos. Nesse sentido as resoluções 467 e 475 da CVM representam um avanço. Ainda que a legislação brasileira seja abrangente em muitos dos pontos necessários para se evitar uma crise como a de 2008, conforme as finanças tornem-se um aspecto mais importante da economia brasileira, a regulação deverá ser aprimorada para esta nova fase. É preciso também estreitar a cooperação entre o BC e a CVM, para monitorar as instituições financeiras, pois essa descentralização da supervisão pode prejudicar a agilidade decisória.

O país não sofreu tanto com a crise, em comparação com os países desenvolvidos, pois a abertura financeira não está tão avançada – ainda há uma forte valorização da economia real, que tem sido capaz de manter a economia relativamente estável. Mas a previsão é a de que, em um futuro próximo, a economia financeira venha a se desenvolver e se tornar mais aberta, assumindo maior relevância global e, portanto, é pru-

dente que a regulação seja ampliada. Nos EUA, onde prevalecia a auto-regulação do sistema financeiro, os esforços para reverter esta situação têm sido notáveis. Em julho de 2010, Barack Obama, presidente dos EUA, assinou a Lei Dodd-Frank (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), que traz diversos dispositivos bem adequados para controlar as atividades financeiras no país e promover o bom funcionamento de todo o sistema. Resta saber como serão aplicadas estas novas regras.

O controle do risco sistêmico é um dos pontos centrais desta lei, determinando a criação de um Conselho de Supervisão de Estabilidade Financeira que deverá detectar quaisquer desequilíbrios em instituições individuais antes de ocorrer o contágio de todo o sistema. A Lei determina também a criação de um Escritório de Pesquisa Financeira para colher informações sobre as instituições dotadas de práticas que possam ser uma ameaça à estabilidade econômica como, por exemplo, a sua exposição à riscos. O Escritório de Pesquisa Financeira pode forçar as instituições financeiras a abandonarem uma ou mais atividades que sejam prejudiciais ao sistema. Uma disposição que representa, ao nosso ver, um grande avanço é a que proíbe o uso de recursos de contribuintes para resgatar as instituições financeiras – os acionistas e credores é que sofreriam as perdas. Um ponto polêmico da Lei Dodd-Frank para a governança corporativa é a delação premiada de casos de violações de leis relacionadas ao mercado de capitais, que pode variar de 10% a 30% das multas acima de US\$ 1 milhão aplicadas pela SEC (Securities Exchange Commission), pelo Departamento de Justiça (DOJ) ou por outras agências reguladoras.

Está prevista na lei também a Regra de Volcker que proíbe os bancos de negociarem títulos mobiliários, derivativos e outros instrumentos financeiros com seu próprio capital, sendo uma tentativa de recuperar a estabilidade perdida com a revogação da Lei Glass-Steagal. Esta regra sofreu grande rejeição por parte do setor bancário por representar uma limitação do comportamento especulativo, mas restou incluída na Lei aprovada, ainda que com alguns de seus efeitos atenuados por exceções à proibição. Também há demandas na lei no sentido de aumentar a transparência e as garantias no mercado de derivativos. A transparência é uma exigência também para as agências de *rating*, onde a inabilidade em medir adequadamente os riscos, seja por desleixo ou má-fé,

poderá ser punida criminalmente por fraude. Essas exigências representam uma continuidade no avanço propiciado pela Lei Sarbanes-Oxley, de 2002.

São diversos os impactos da Lei Dodd-Frank para o Brasil. O mercado financeiro dos EUA, apesar da crise, continua sendo o mais desenvolvido do mundo, e para acessar este mercado as empresas estrangeiras terão que se adaptar às novas regras. As companhias brasileiras com American Depositary Receipts (ADRs) também correm mais risco jurídico diante desse reforço dos poderes sancionadores da SEC, devendo ter atenção redobrada na apresentação de demonstrativos financeiros. Além disso, a lei também prevê que uma companhia estrangeira seja processada nos Estados Unidos se cometer alguma violação fora do país que traga consequências graves aos norte-americanos.

Decorre da globalização financeira, tendo em vista a competitividade, uma busca por uma harmonização legislativa. Sendo assim, como os EUA já definiram e implantaram as suas regras, os demais países, inclusive o Brasil, ao realizarem suas mudanças legislativas deverão basear-se nas regras norte-americanas, pois uma vez que estas já estão definidas, não seria razoável que passassem por um novo e complexo processo de alteração. A pressão dos EUA para que os demais países incorporem essas mudanças será grande, para evitar que os agentes econômicos transfiram o capital para mercados mais liberalizados.

No nível internacional, existe também o Acordo de Basiléia, criado em 1988, definindo uma legislação uniforme transfronteiriça que deve ser seguida por todos os bancos, estabelecendo um nível máximo de risco que estes podem suportar, dentro do mínimo exigido para que possam competir internacionalmente. Esta legislação vem sendo adaptada regularmente para que possa acompanhar a evolução da economia mundial. O Basiléia I exigiu um pequeno aumento do capital de reserva das instituições financeiras para poder conceder empréstimos – se fosse maior, o aumento desse capital de reserva poderia ter evitado o colapso derivado do forte aumento na tomada de riscos nos últimos anos, mas “em nenhum lugar do mundo desenvolvido as entidades regulatórias exigiram das maiores instituições financeiras uma reserva de capital adequada” (GREENSPAN, 2013). O Acordo de Basiléia II trouxe a possibilidade de avaliação dos clientes e das garantias dos contratos de crédito, medindo sua exposição à riscos. Os modelos utilizados são formula-

dos por ganhadores do Prêmio Nobel de Economia, mas nem mesmo esses sofisticados modelos de análise foram capazes de prever a crise que viria. Sob os percalços da crise de 2008, surgiu o Basiléia III, exigindo mais da avaliação da qualidade do capital, propondo a criação de um colchão anticíclico de capital para os bancos suportarem os momentos de crise, aumentando os requisitos de transparência da base de capital dos bancos, além de respeitar índices mínimos de liquidez e limites máximos de alavancagem. Este acordo será colocado em prática aos poucos, no período de 2013 a 2019.

Havendo disposições legais capazes de garantir a eficiência do sistema financeiro, há um outro obstáculo: a multiplicação de reguladores e, conseqüentemente a multiplicação de fiscalizadores. Esta arquitetura financeira surgiu da especialização funcional imposta às instituições financeiras pela Lei Glass-Steagal, mas com a substituição desta lei pela Gramm-Leach-Bliley em 1999, essa forma de organização do aparato de supervisão financeira tornou-se relativamente obsoleta, pois agora é possível que uma única instituição financeira venha a operar em vários segmentos dos mercados.

[...] as instituições estariam sujeitas a múltiplos estatutos regulatórios, enquanto a fragmentação do aparato regulatório favorecia não apenas a arbitragem regulatória, como, especialmente, o surgimento de áreas de atuação que não eram cobertas por qualquer espécie de supervisão, verdadeiros buracos negros em termos de regulação e supervisão, fraqueza que se revelou de modo dramático na crise financeira de 2007/8 (CARVALHO, 2011).

O principal desafio da nova regulação financeira será, tanto para os países individualmente quanto à nível global, organizar estes múltiplos reguladores de forma que não haja prejuízo da fiscalização e da jurisdição, que acabaria por tornar inefetivas as leis criadas.

### **Considerações finais**

Nas últimas décadas o mundo passou por mudanças rápidas e significativas que as instituições e teorias surgidas anteriormente não foram capazes de acompanhar, como a globalização financeira e a transnacionalização dos capitais. A crise de 2008 era inevitável diante

do funcionamento que vinha sendo adotado pelo sistema financeiro como resultado de uma regulação frouxa e defasada. Mas em meio aos percalços da crise deverá restar um benefício: o sistema financeiro tende a melhorar.

O neoliberalismo entrou em colapso, a auto-regulação provou mais uma vez que não funciona, a lei recupera a sua importância na esfera econômica, e os países deverão agir de forma coordenada para solucionar e prevenir futuras crises. As repercussões dessa importante mudança na regulação dos mercados financeiros vão aparecer pouco a pouco. Ainda há desafios e paira a dúvida se as novas regras estarão à altura da complexidade das finanças modernas ou se os legisladores foram superficiais em suas previsões.

De qualquer forma, a nova regulação nos parece mais comprometida em resgatar condutas éticas, há muito afastadas das práticas financeiras, e a promessa de um novo capitalismo, mais estável, nos parece mais tangível. Entretanto, será preciso aceitar as inevitáveis restrições que essa nova conduta impõe ao crescimento econômico, que será mais lento, porém mais seguro – em que a economia não atropela a sociedade.

## Referências

ARAGÃO, A. S. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

BRESSER-PEREIRA, L. C. The global financial crisis and a new capitalism? **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 32, n 04, p. 499-534, 2010.

\_\_\_\_\_. Globalization, nation-state and catching up. **Brazilian Journal of Political Economy**, vol. 28, no 4 (112), pp. 557-577, out.-dez./2008.

CARVALHO, F. J. C. Inovação financeira e regulação prudencial: da regulação de liquidez aos acordos da Basileia. *In*: SOBREIRA, R.(Org.) **Regulação Financeira e Bancária**. São Paulo: Atlas, 2006.

\_\_\_\_\_. Reforma financeira norte-americana: a lei Dodd-Frank. **Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

COASE, R. H. The new institutional economics. **Journal of Institutional and Theoretical Economics**. n. 140, p. 229-231, mar. de 1984.

FARIA, J. E. A globalização econômica e sua arquitetura jurídica (10 tendências do Direito Contemporâneo). **Revista da Academia Judicial**, ano 01, n. 0 (edição comemorativa), p. 41-59, 2010.

GIDDENS, A. **Para além da Esquerda e da Direita**. São Paulo: UNESP, 1996.

GREENSPAN, A. **O mapa e o território: risco, natureza humana e o futuro das previsões**. 1 ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2013.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

KRUGMAN, P. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. 1 ed. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2009.

MESQUITA M.; TOROS, M. **Considerações sobre a atuação do Banco Central na Crise de 2008**. Trabalhos para Discussão n° 202, p. 01-39, Brasília: mar. de 2010.

MINC, A. **As vantagens da globalização**. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1999.

MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. Yale: New Haven, 1986.

POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. 7 ed. Aspen, 2007.

STIGLITZ, J. E. Information and economic analysis: a perspective. **Economic Journal**, v. 95 (o), Supl., p.21-41, 1985.

WOLF, M. **A reconstrução do sistema financeiro global**. 1 ed. Rio de Janeiro: Campus-Elsevier, 2008.

Recebido: 02/06/2014

*Received:* 06/02/2014

Aprovado: 02/06/2014

*Approved:* 06/02/2014