

---

# Perspectivas da regulação no mercado de capitais internacional.

---

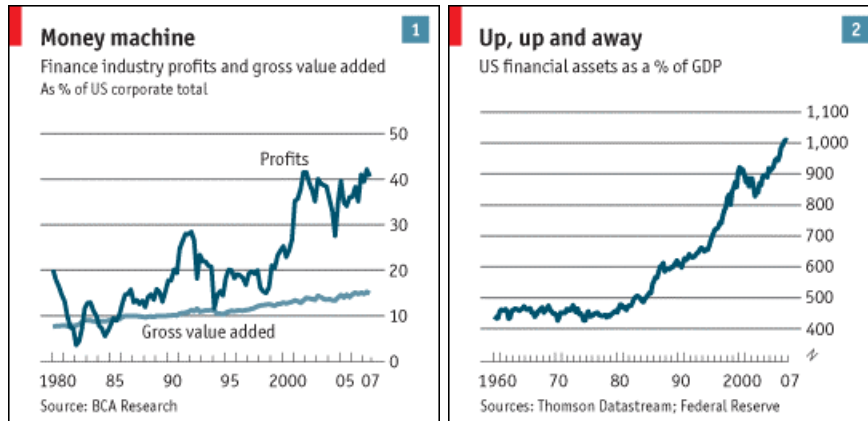
Marcos Galileu Lorena Dutra  
II Fórum sobre Boa Governança no Sistema Financeiro Nacional  
São Paulo, 5 de setembro de 2008

---

## Roteiro da apresentação

1. Situação recente dos mercados;
  2. A crise do *subprime*;
  3. Iniciativas de curto prazo;
  4. *Paulson Report*;
  5. Trabalhos da IOSCO em andamento;
  6. Considerações finais
-

## Desempenho extraordinário nas últimas décadas...



## Mesmo após a crise de 2001...

- Desde 2000 o valor dos ativos detidos por *hedge funds* quintuplicou;
- Valor de *credit-default swaps* atingiu US\$ 45 trilhões;
- Fortes investimentos em negociação eletrônica
  - *Algotrading*;
- Uso intenso de alavancagem:
  - 1980: dívida das instituições financeiras correspondia a 10% da dívida das empresas privadas não financeiras;
  - 2007: proporção havia subido para 50%.

## Lições da história das crises financeiras

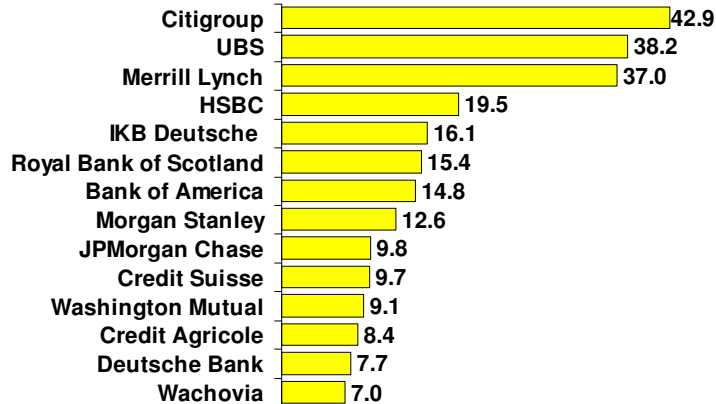
- Crises financeiras costumam ser precedidas de:
  - Exposição crescente ao risco;
  - Confiança nas informações divulgadas por tomadores de recursos.
- Bom desempenho da economia pode diminuir a atenção destinada a problemas potenciais;
- Com a queda da atividade econômica => riscos se materializam.

## Exposição ao risco - causas

- Assimetria informacional
  - Poupadores x tomadores de recursos;
- Limitações na percepção de risco
  - efeito das mudanças no mercado na exposição dos participantes;
- Imediatismo na obtenção de resultados
  - Ações que reduzam o risco no médio/longo prazo podem sucumbir a retornos atraentes no curto prazo
- Mecanismos de *feedback* positivo entre o sistema financeiro e a economia "real":
  - Lucratividade ⇔ apetite pelo risco ⇔ preços dos ativos ⇔ nível de atividade econômica.

## A crise recente e os efeitos sobre as instituições financeiras...

Losses/write-downs through May 27, 2008, US\$ billions



## O caso Bear Stearns



- 5º banco de investimento dos EUA;
- Vendido para o JPMorgan Chase, com ajuda do FED (US\$ 30 bi);
- Posições em CDS de US\$ 10 trilhões.

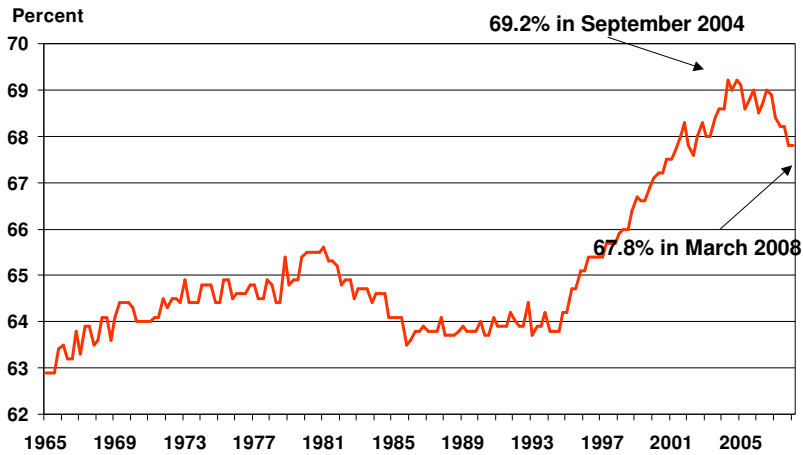
## As origens da crise do *subprime*

- Disseminação no uso de financiamento imobiliário de alto risco;
- Uso de instrumentos financeiros complexos, referenciados nesses financiamentos:
  - Regras de transparência inadequadas à nova realidade dos novos instrumentos.
- Avaliações de risco (*rating*) generosas;
- Uso intenso de mecanismos de securitização
  - O problema dos incentivos

## O que é um *subprime*?

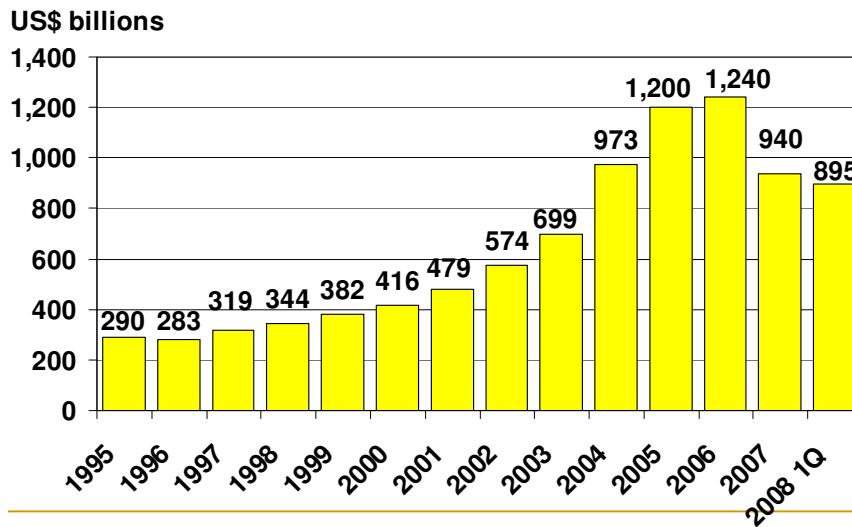
- Empréstimos concedidos a pessoas com capacidade financeira comprometida:
  - Histórico de inadimplência;
  - Não comprovam possuir recursos suficientes para saldar a dívida que pretendem assumir.
- Empréstimos “NINJA”: **No Income **No Job no Assets****
- Taxas de juros mais altas;
- Riscos envolvidos:
  - Combinação de taxas de juros mais altas, histórico desfavorável e condição financeira precária;
  - Flutuação no preço dos imóveis.

## O sonho da casa própria nos EUA...

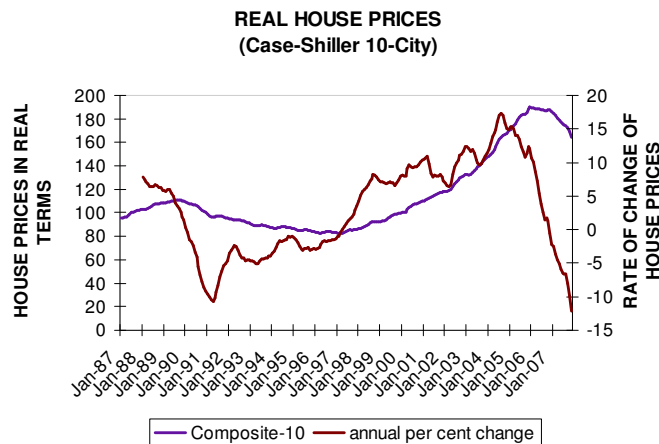


Source: U.S. Census Bureau.

## Crescimento no uso do *subprime*



## O comportamento dos preços no mercado imobiliário



## As dimensões da crise

- Competição entre companhias hipotecárias levou a uma redução nas exigências impostas aos tomadores de crédito;
- Perdas estimadas nas operações com *subprime*: US\$ 265 bilhões (*Standard and Poor's*, jan. 2008);
  - Volume total de operações: US\$ 1,1 trilhão
    - Taxa de recuperação de 76%.
- Perdas com créditos imobiliários com boa avaliação (*prime mortgage*): 0,5%
  - *Subprime mortgage*: índice de perdas cinquenta vezes maior.

## Decorrências imediatas

- Crise de confiança: reavaliação do risco de crédito no sistema financeiro:
  - Novo patamar da alavancagem dos participantes do sistema financeiro;
    - Novos instrumentos financeiros mais “opacos”;
  - Sucessivos *downgrades* promovidos pelas agências de *rating*;
  - Desconfiança quanto à solvência das contrapartes em operações sem garantia;
- Redução na liquidez geral do sistema.

## O impacto sobre a percepção de risco

SPREAD BETWEEN COMMERCIAL PAPER AND TREASURY BILL RATES





## A crise do *subprime* - pontos para reavaliação segundo a IOSCO(\*)

- Modelos de risco e de controles internos inadequados;
- Confiança “excessiva” nos *ratings*;
- Liquidez em patamares inadequados;
- Uso “abusivo” de sociedades/ fundos de propósito específico.

(\*) *Report on the subprime crisis*, May 2008.

## Propostas de reforma

### *Blueprint for a modernized financial regulatory structure*

- Proposta de Henry Paulson, Secretário do Tesouro dos EUA;
- Dois focos principais:
  - Correções necessárias em função das crises mais recentes;
  - Aumento da competitividade do mercado americano.
- Proposta de alcance amplo, mas de difícil implementação até o fim do ano de 2008.

## Pontos de partida

*Blueprint for a modernized financial regulatory structure*

- Mercado cada vez mais globalizado;
- Desenvolvimento da tecnologia de informação;
- Aceleração da inovação e complexidade;
- Maior presença de investidores institucionais;
- Convergência na atuação das instituições.

## Recomendações para o curto prazo

*Blueprint for a modernized financial regulatory structure*

- Ampliação dos poderes e da representação no *President's Working Group on Financial Markets* (PWG);
- Regulamentação das operações de empréstimos hipotecários:
  - Comissão específica;
  - Regulamentação a cargo do FED;
  - Aprimoramento do *enforcement*.
- Maior liberdade ao *Federal Reserve* para auxílio a instituições com problemas de liquidez.

## Recomendações para o médio prazo

*Blueprint for a modernized financial regulatory structure*

- Maiores poderes para o FED na regulamentação e fiscalização das entidades de compensação e liquidação;
- Uniformização das normas aplicáveis às seguradoras;
- Fusão entre a SEC e a CFTC.

## Estudos em andamento na IOSCO

### Emissores

- Monitoramento e *enforcement* de padrões contábeis
  - Importância dos IFRS.
- Desenvolvimento de princípios de transparência para informações periódicas;
- Governança corporativa
  - Independência dos membros do conselho de administração;
- Papel das agências de *rating*
  - Revisão do código de conduta publicado em 2004.

## Estudos em andamento na IOSCO

### Auditores

- Oferecimento de serviços não ligados à auditoria:
  - Questão da independência.
- Indicadores de qualidade;
- Planos de contingência;
- Marcação a mercado de ativos financeiros em mercados sem liquidez.

## Estudos em andamento na IOSCO

### Centros de negociação e intermediários

- Transparência nos mercados de dívida privada de longo prazo;
- Formação de preços em mercados fragmentados;
- Acesso direto aos sistemas de negociação;
- Terceirização de serviços;
- *Suitability*.

---

## Estudos em andamento na IOSCO

### Administração de recursos de terceiros

- Regulação dos *hedge funds*;
  - Padrões de divulgação de desempenho para fundos de investimento;
  - Uso de produtos estruturados por fundos de investimento;
  - Perfil dos fundos imobiliários.
- 

---

## Perspectivas da regulação no mercado de capitais internacional.

---

Marcos Galileu Lorena Dutra

II Fórum sobre Boa Governança no Sistema Financeiro Nacional

São Paulo, 5 de setembro de 2008