



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

Matheus Boonen Vaccare

A Regulação do Sistema Financeiro dos Estados Unidos Após a Crise de 2007/2008

Campinas
2012

Matheus Boonen Vaccare

A Regulação do Sistema Financeiro dos Estados Unidos Após a Crise de 2007/2008

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção de título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação da Profa. Dra. Simone Silva de Deos.

**Campinas
2012**

*Para meu irmão Luigi, que minha dedicação à
graduação e a este trabalho sirvam de inspiração
para você no futuro. Te amo.*

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Ana e Luiz, em primeiro lugar, pelo apoio durante o processo de realização desse trabalho. Por terem acreditado em mim ainda que eu mesmo não o fizesse.

Aos meus avós, paternos e maternos, pelo suporte emocional.

Aos meus amigos, por aliviarem os momentos tensos e tornarem o processo mais divertido.

À professora Simone, pelas orientações, pelas conversas e pela dedicação, porque mesmo em momentos difíceis, nunca deixou de me ajudar.

Campinas, 2011

Boonen Vaccare, Matheus. A regulação do sistema financeiro dos Estados Unidos após a crise de 2007/2008. 2012. 63 pp. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

RESUMO

O trabalho apresenta a o desenvolvimento do sistema de regulação do mercado financeiro norte-americano durante o século XX e como esse arranjo influenciou na crise financeira de 2007/2008. Discute as propostas de reforma da regulação após a recuperação da crise, apresentando o processo que levou a assinatura da lei Dodd-Frank em Julho de 2010 pelo presidente norte-americano Barack Obama. São colocados em discussão os principais pontos presentes no corpo dessa lei de reforma e quais são as pretensões dos agentes reguladores para controlar o mercado financeiro dos Estados Unidos e impedir que uma nova crise aconteça. Finalmente, é discutido o processo de implementação da reforma da regulação, apresentando os avanços nos dois primeiros anos após a assinatura da lei Dodd-Frank. São colocadas as divergências de opiniões e as dificuldades encontradas pelos legisladores norte-americanos para colocar em prática o ambicioso projeto de lei.

Palavras-chave: economia monetária e financeira, regulação financeira, Dodd-Frank, sistema financeiro, Estados Unidos, crise, reforma regulatória, regulação, reforma.

ABSTRACT

This paper presents the developments of the United States' financial market regulation system throughout the 20th century and how this arrangement influenced the 2007/2008 financial crisis. It also discusses the regulatory reform propositions after the recovery from the crisis. It presents the process that led to the passing of the Dodd-Frank Act on July 2010 by president Barack Obama. The main subjects contained in the law are put in discussion, as well as the ambitions of the regulators to control the United States' financial markets and prevent a new crisis. Finally, the process of this reforms' rulemaking through its first two years is discussed. The different opinions and the difficulties faced by the American lawmakers in order to put the ambitious law into practice are also pointed out.

SUMÁRIO

Introdução.....	8
Capítulo 1 – A Regulação financeira dos Estados Unidos até a crise de 2007-2008.....	11
1.1 – A configuração do sistema financeiro anterior à crise.....	11
1.2 – A configuração da regulação do sistema financeiro anterior à crise.....	17
Capítulo 2 – A Reforma da Regulação Após a Crise: A lei Dodd-Frank.....	26
2.1 – A Crise Financeira de 2007/2008.....	26
2.2 – A Lei Dodd-Frank.....	29
2.2.1 – Risco sistêmico.....	32
2.2.2 – Resolução de crises, insolvência e proteção ao consumidor.....	33
2.2.3 – A regra de Volcker.....	36
2.2.4 – Derivativos, mercados de balcão e agências de <i>rating</i>	38
Capítulo 3 – A implementação da lei Dodd-Frank.....	42
3.1 – O primeiro ano.....	43
3.2 – O segundo ano.....	50
Conclusão.....	60
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	62

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Progresso da Implementação da lei Dodd-Frank por categorias selecionadas.....45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estrutura de Regulação e Supervisão das Instituições Depositárias em 1997.....15

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Lei Dodd-Frank e seus pontos principais.....41

Introdução

Em setembro de 2008, no momento da declaração de falência do banco norte-americano Lehman Brothers, a crise obteve caráter claramente sistêmico. Devido às fortes interconexões em âmbito internacional do sistema financeiro, a quebra de um único agente repercutiu, como num efeito dominó, na saúde e na estabilidade de todos os agentes direta ou indiretamente envolvidos no sistema. Em última instância, a instabilidade financeira impactou nas taxas de crescimento do produto e emprego de praticamente todas as economias.

A configuração do sistema financeiro internacional foi consequência de sua própria dinâmica com a regulação e supervisão vigentes até então. A partir do movimento da crise, ficaram em evidência as falhas e negligências do aparato regulatório, não só norte-americano, mas de diversos outros países, incluindo outras economias centrais importantes. Foi neste momento que se fez necessário pensar numa reforma dos arranjos de regulação, que aos poucos se configura ao redor do globo. Ficou claro que as autoridades devem supervisionar não somente os bancos, como também todos os outros *players* do sistema financeiro. Outro desafio da reforma é a necessidade de, mais do que nunca, coordenar internacionalmente normas e exigências, para a criação de um ambiente financeiro estável, não só dentro de cada país, mas numa escala global.

Como já destacado, a crise se originou nos Estados Unidos, o centro econômico e político mais importante do planeta e o detentor dos mercados financeiros mais complexos e sofisticados. Consequentemente, o país sempre se mostrou pioneiro na determinação do escopo da regulação financeira e por isso, serve de modelo e impõe padrões para as outras nações. É exatamente por esta importância que todos os olhos estão direcionados para o país e como seu governo lidará com as reformas necessárias. E aqui se encaixa e se justifica o tema do presente trabalho: o percurso da reforma regulatória norte-americana, destacando as discussões e divergências de opiniões e propostas apresentadas.

No primeiro capítulo, é feita uma revisão histórica de como se desenvolveu o sistema bancário e financeiro norte-americano durante o século XX, bem como o desenrolar da regulação desse sistema. Seguindo a grande crise econômica do século passado, o *crash* da bolsa de valores em 1929, as primeiras regulamentações foram estabelecidas com o intuito de fortalecer os bancos comerciais e balancear a competitividade com os bancos de investimentos. A mudança regulatória da década de 1930 sustentou um período de estabilidade financeira e crescimento

econômico para os Estados Unidos. Entretanto, a partir dos anos 1960, a inflação e a taxa de juros aumentaram e fizeram com que os bancos comerciais perdessem competitividade, além disso, a introdução de novos *players* no mercado financeiro como os Money Market Mutual Funds (MMMFs) e as instituições de poupança (S&Ls) mudaram a dinâmica do sistema.

Nos anos 1970, os reguladores norte-americanos começaram a demonstrar sinais de que desejavam desregular o mercado financeiro para aumentar a eficiência e lucratividade das instituições. Assim, os legisladores começaram a ampliar o escopo de atuação dos bancos comerciais, que passaram a negociar mais avidamente no mercado de capitais. Os anos 1980 foram marcados pelo início desregulação, de jure, com diversas leis sancionando a expansão geográfica e das atividades das instituições engajadas no mercado financeiro. Durante esta década observou-se, também, o desenvolvimento dos derivativos financeiros e o crescimento de sua importância nos lucros dos bancos comerciais e de não-bancos. Esses últimos, iniciaram algo que seria conhecido, nas décadas posteriores, de *global shadow banking system*, um sistema que escapava da supervisão do governo e servia de contraparte para as negociações das instituições bancárias. Os anos 1990 e 2000 continuaram a tendência de desregulação, principalmente após a assinatura da lei Graham-Leach-Bliley, que sancionou a formação dos grandes bancos *too big to fail*, os grandes “supermercados financeiros”.

Muito mais que grandes demais para falir, as instituições bancárias múltiplas se tornaram *too interconnected to fail*, algo que ficou claro com a crise financeira de 2007/2008. O segundo capítulo parte desse ponto da história financeira norte-americana para apresentar, primeiro o desenrolar da crise e as ações do governo norte-americano para sua resolução e depois, a criação de uma proposta para reforma do sistema de regulação do sistema financeiro dos Estados Unidos. A proposta de reforma tomou forma de lei em julho de 2010, quando o presidente Barack Obama assinou a lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção ao Consumidor.

Dentre os pontos principais presentes nessa lei, como é discutido ainda no segundo capítulo, está a preocupação com o risco sistêmico através da requisição de novas reservas de capital para as instituições financeiras e o estabelecimento de um conselho para supervisionar todo o sistema e identificar possíveis riscos à saúde econômica do país. A lei apresenta ainda proposições para a resolução de crises e insolvência de instituições financeiras, como a apresentação, por parte do setor privado, de planos de resolução de tensões financeiras ou

falências. Também é criada uma autoridade capaz de assumir as rédeas de uma instituição em crise caso ela represente uma ameaça à economia. Adequação aos padrões internacionais de regulação também é um ponto presente no corpo da lei Dodd-Frank.

Uma grande polêmica em torno da reforma é a instituição da regra de Volcker, que pode ser interpretada como um retorno a separação clara de atividades de bancos de investimento e bancos comerciais, similarmente às imposições regulatórias da década de 1930. Além disso, os derivativos também são alvos de uma regulação mais intensa, dada a importância que tiveram para o desenvolvimento da crise financeira mais recente. A lei ainda trata dos opacos mercados de balcão, das agências de *ratings* e institui um órgão responsável por proteger o consumidor de abusos das empresas financeiras.

O terceiro, e último, capítulo trata da implementação da lei Dodd-Frank e apresenta as dificuldades encontradas pelos reguladores e legisladores para colocar o projeto em prática. O primeiro ano após a assinatura da lei foi marcado por um avanço lento do processo, que não foi condizente com os prazos esperados. Dentre as regras instituídas, poucas tratavam de assuntos mais complexos. Além disso, não se tinha um horizonte positivo para o ano seguinte. Em julho de 2011, mês que marcou o primeiro aniversário da lei, foi marcado pela divulgação de vários relatórios, tanto do setor privado quanto do setor público, sobre o processo de implementação. Dentre críticas positivas e negativas, todos concordavam sobre a complexidade da reforma e apontavam a dificuldade das agências reguladoras de aplicar todas as regras necessárias. Destacava-se a enorme demanda por trabalho como principal barreira para sua execução.

O segundo ano, confirmando as perspectivas, também apresentou pouco avanço no processo de implementação da lei Dodd-Frank. Na verdade, menos regulamentos foram estabelecidos do que no ano anterior. Entretanto, a complexidade e relevância das novas regras eram bem maiores. Dentre os reguladores mais ativos nesse segundo ano estava o novato *Consumer Protection Financial Bureau*, criado pela lei Dodd-Frank para intensificar a proteção ao consumidor. As críticas, divulgadas em julho de 2012, ainda apontavam os mesmos defeitos da reforma: alta complexidade e grande demanda de trabalho e recursos. Por outro lado, alguns pontos positivos, como os benefícios ao cidadão norte-americano, já podiam ser notados. Ainda há, entretanto, um caminho longo e árduo a ser percorrido para finalizar essa grande reforma da regulação.

Capítulo 1 – A Regulação financeira dos Estados Unidos até a crise de 2007-2008

O sistema financeiro que surgiu após o fim dos acordos de Breton Woods foi, como aponta Farhi (2011), marcado por inovações financeiras constantes, aumento dos fluxos internacionais de capitais, elevada alavancagem dos agentes e grande volatilidade dos preços dos ativos. Articulado a esse cenário, ocorreu o processo de desregulamentação dos mercados financeiros e liberalização das contas de capital dos balanços de pagamento. A liderança neste processo ficou nas mãos dos Estados Unidos e da Inglaterra, obviamente, os países com mercados financeiros mais complexos e desenvolvidos no mundo.

1.1 – A configuração do sistema financeiro anterior à crise

Para entender como estava organizado o sistema financeiro norte-americano antes da mais recente crise devemos, primeiro, analisar a estrutura institucional arranjada durante a década de 1930, imediatamente após o *crash* de 1929.

Essa estruturação fundou-se em três princípios: a) restrições à competição entre instituições financeiras, o que resultou numa estrutura segmentada; b) proteção estatal que inclui o sistema de seguro de depósitos e mecanismos de supervisão; c) transparência na gestão dos negócios. (CINTRA, 1997, p. 17)

Esse arranjo institucional fez com que o período posterior à Segunda Guerra Mundial até o fim dos anos 1950, fosse marcado por grande estabilidade do sistema financeiro dos Estados Unidos. As instituições financeiras privadas haviam composto seus portfólios com títulos públicos com taxas de juros pré-fixadas, e por isso apresentavam alta liquidez e pouco risco. Além disso, o nível de endividamento privado, que era pequeno, e o seguro de depósito provido pelo governo permitiam que as taxas de juros se mantivessem em níveis baixos (CINTRA, 1997, p. 20). Tal estrutura do sistema financeiro e, mais especificamente do sistema bancário, que lhe conferia estabilidade, foi essencial para o crescimento econômico na “*Golden Age*”.

A estabilidade, entretanto, não durou para sempre. A inflexão começou a ser percebida a partir da década de 1960. O crescimento econômico fez com que o endividamento privado aumentasse e, conseqüentemente, houve uma diminuição da participação dos títulos do

Tesouro nos ativos dos bancos comerciais, comprometendo assim, sua liquidez e rentabilidade, e aumentando os riscos. Além disso, a configuração institucional, de proteção à concorrência bancária, vigente até então, previa tetos para as taxas de juros de depósitos à prazo (passivos) e empréstimos (ativos). Todavia, quando o crescimento econômico fez com que a inflação e a taxa de juros começassem a subir, isso se tornou um obstáculo para a captação dessas instituições.

Assim, se observou um processo da desintermediação financeira, com a “transferência de recursos das instituições para os mercados monetários” (CINTRA, 1997, p. 21) em busca de taxas mais elevadas. Vale apontar, ainda, o desenvolvimento dos Certificados de Depósitos (CDs), “negociáveis no euromercado, em que as filiais dos bancos americanos no exterior ofereciam alternativas de aplicações mais rentáveis” (*op. cit.* p. 21). Minsky (1986) aponta, neste momento, uma mudança na forma de gestão dos bancos, que passa a ser focada também nos passivos (*liabilities*) ao invés de somente nos ativos (*assets*), como era no período do imediato pós-guerra.

A desintermediação se intensificou nos anos 1970, com a criação dos fundos mútuos do mercado monetário (*Money Market Mutual Funds* – MMMFs). A característica principal desses instrumentos era que eles criavam “quase-moedas” em seus passivos. Eram uma alternativa de aplicação com rentabilidade mais elevada que os depósitos dos bancos comerciais, e os investidores podiam, ainda, sacar seus recursos facilmente. Logo, os MMMFs configuravam mais uma ameaça aos bancos comerciais e instituições de poupança. Eles perdiam horizonte de captação e sofriam pressão para elevação das taxas de juros dos depósitos. Tudo isso em face à baixa rentabilidade de seus ativos que, em grande parte, eram lastreados em títulos públicos e empréstimos com taxa de juros pré-fixadas, sob o teto exigido pela legislação. Os MMMFs ainda adquiriam *commercial papers* emitidos por companhias financeiras associadas às grandes corporações, oferecendo, assim, uma alternativa aos empréstimos de curto prazo das instituições bancárias.

Durante os anos 1980, se viu a expansão das negociações de *commercial papers*, especialmente pelas grandes corporações, como alternativa de captação de recursos em detrimento do já fragilizado sistema bancário. Ademais, a atuação dos bancos de investimento também aumentou, e estes passaram a auxiliar a emissão direta de títulos por empresas com risco de crédito mais elevado (*high-yield bonds* ou *junk bonds*) (CINTRA, 1997, p. 23). Esse movimento foi possível devido à atuação das agências de classificação de risco. Essas agências

são responsáveis por avaliar, através de modelos estatísticos, o risco atrelado a diferentes ativos. Assim, é possível para os investidores compararem os riscos de seus investimentos e tomarem decisões com mais segurança. Muitas instituições financeiras passaram a utilizar os *ratings* criados por essas agências para tomar decisões de crédito e de portfólio, em geral. As agências de classificação de risco foram, portanto, fundamentais para os agentes que buscavam alternativas mais rentáveis de aplicação durante o período da desintermediação financeira e de aumento da negociação dos *junk bonds* e do mercado de títulos em geral.

Ainda nos anos 1980, houve uma generalização dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras, fundos de investimentos, etc), com a riqueza financeira deslocada para o mercado de títulos. Esse processo é caracterizado por Cintra (1997) como “institucionalização das poupanças”. Os bancos comerciais, portanto, haviam perdido competitividade e flexibilidade de atuação. Tudo isso, graças ao arcabouço institucional criado na já longínqua década de 1930, que, devido às condições econômicas do momento, não mais favoreciam sua atuação.

Como já apontado, a saída encontrada pelas instituições bancárias para o cenário de elevação da taxa de juros e inflação, dos anos 1960, foi mudar sua forma de gestão: passaram a usar também seus passivos como uma forma de negociar posições (MINSKY, 1986, p. 75). No entanto, a forte competição com as instituições não-bancárias, durante as décadas seguintes, fez com que os bancos comerciais tivessem que flexibilizar seus ativos (especialmente os empréstimos), transformando-os em instrumentos negociáveis. Esse processo foi denominado securitização das dívidas. Por exemplo, a criação do *Transferable Loan Facility*, em 1984, um método que permitia aos bancos vender, no mercado de capitais, participações em empréstimos concedidos. Uma das formas mais comuns de securitização de dívidas aconteceu no mercado de hipotecas:

Rather than having to sell off low-yield mortgages during a credit crunch, these institutions [bancos e instituições de poupança] could now obtain relatively low-cost funds whenever their own savings inflows proved inadequate. The traditional (fixed-rate, thirty-year) mortgage is essentially a steady stream of monthly payments. Mortgage-backed securities are created by pooling a group of similar mortgages and then selling a slice of that stable cash flow to investors. (GUTTMANN, 1994, p. 270)

Em 1980, os tetos para as taxas de juros foram revogados pelo Congresso dos EUA e os bancos puderam revigorar sua competitividade. Isso levou a um cenário de grande oferta de crédito e ajudou a alimentar a especulação durante a década (GUTTMANN, 1994, p. 265). Entretanto, o Federal Reserve logo passou a exigir a redução do grau de alavancagem, ou seja, que os bancos reduzissem a relação ativos-capital próprio. Desse modo, houve um estímulo para o desenvolvimento das operações fora dos balanços (*off-balance sheet*), para que os bancos pudessem manter o nível de atividades sem que fosse necessária maior capitalização.

Os principais instrumentos financeiros *off-balance sheet* (OBS) utilizados foram os contratos de derivativos financeiros. Como o nome já sugere, derivativos são ativos cujo preço deriva de outro ativo (financeiro ou não) ou variável financeira. Tais instrumentos são reflexo da alta volatilidade das taxas de juros, câmbio e inflação presentes após a ruptura dos acordos de Bretton Woods. Através deles, era (e ainda é) possível neutralizar riscos de variação de preços dos ativos financeiros (*hedge*), especialmente através de contratos de opção de compra ou venda.

Uma empresa americana, que pretende garantir o preço de sua compra (de metais) no mercado londrino, vai ao mercado e faz uma opção de compra. Para evitar perdas com a variação da libra em relação ao dólar, vai a uma corretora europeia e faz um contrato futuro de moedas. Caso tenha utilizado dinheiro emprestado, tenta se proteger de elevações nas taxas de juros no mercado futuro de juros. Nas outras pontas dessa cadeia podem estar uma empresa de petróleo saudita, um banco latino-americano e uma corretora japonesa. (CINTRA, 1997, p. 27)

De fato, pode-se observar o crescimento exagerado das atividades OBS num período de apenas três anos: entre 1985 e 1987, a participação dessas atividades em relação ao total de ativos passou de 67,4% para 107,8% (GUTTMANN, 1994, p. 274). Esse crescimento foi apoiado pelo desenvolvimento dos mercados de balcão (*over-the-counter*). Nesse mercado opaco, não há padronização de contratos, nenhuma parte fica encarregada da compensação dos mesmos e inexistem qualquer instrumento de controle e regulação. Assim, há maior flexibilização das negociações e dos contratos, embora os derivativos de balcão possuam baixa liquidez. A dinâmica desses mercados, dominada pelas expectativas sobre variação de preços, necessita da atuação de agentes especuladores para que haja liquidez.

Vale acrescentar que o mercado de derivativos permite enorme criatividade dos agentes e, por isso, há, incessantemente, criação de novos produtos. Dentre as novas criações pós anos 1980, estão os “produtos estruturados”. Trata-se de uma combinação de um determinado

título com um derivativo financeiro. Farhi (1998) nos ajuda a compreender a relação desses produtos estruturados com a securitização do crédito imobiliário, que, recentemente, foi elemento principal da crise financeira norte-americana:

As operações baseadas na securitização de créditos hipotecários e de créditos ao consumidor, lançadas no início dos anos 80, também tiveram grande sucesso e atingiram rapidamente volumes expressivos (...) Elas consistem na emissão de títulos cuja taxa de rendimento é mais elevada que a de outros títulos comparáveis, sobre a base de uma carteira de créditos hipotecários e ao consumidor utilizada como colateral. Estas obrigações costumam ser desmembradas em *strips* sobre o principal e o fluxo de juros e também são objeto de diversos derivativos de balcão. (FARHI, 1998, p. 109)

A gama de novos ativos financeiros como alternativa para aplicação mudou o comportamento das instituições bancárias: passaram a auferir lucros através da arbitragem de capital e foram, ao longo dos anos, se afastando da sua função básica de captar depósitos e fornecer crédito de curto-prazo. A década de 1990 e a primeira metade dos anos 2000 foi marcada pela transformação dos grandes bancos comerciais em bancos universais, auxiliados por mudanças nas legislações. Assim, com o escopo de atuação aumentado, transformaram-se em “supermercados financeiros”.

Além da mudança de comportamento dos bancos, as instituições financeiras não-bancárias ampliaram sua atuação como gestores de capital, fornecedores de crédito, entre outros. Essas instituições não-bancárias formaram uma sistema paralelo que escapava da regulação vigente. Cintra & Farhi (2008) descrevem o papel dessa contraparte do sistema financeiro norte-americano nas décadas de 1990 e 2000:

Os bancos buscaram diversas formas de retirar os riscos de crédito de seus balanços com o objetivo de ampliar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital requeridos pelos Acordos de Basileia.(...) Mas somente puderam fazê-lo porque outros agentes se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações, ou seja, assumir esses riscos contra um retorno que, à época, parecia elevado. Esses agentes formaram o chamado *global shadow banking system* ("sistema bancário global na sombra" ou paralelo). (CINTRA; FARHI, 2008, p. 36)

O *global shadow banking system* é um desenvolvimento mais recente do sistema financeiro norte-americano. Fazem parte desse grupo de instituições bancos de investimentos, fundos de investimentos, *hedge funds*, seguradoras, fundos de pensão e as agências patrocinadas

pelo governo, as *Government Sponsored Enterprises* (GSE). Dentre as GSE mais importantes nesse quadro estão as agências criadas para prover liquidez no mercado imobiliário dos Estados Unidos, a *Federal National Mortgage Association* (ou *Fannie Mae*) e a *Federal Home Loan Mortgage Association* (ou *Freddie Mac*). As GSE foram as principais compradoras dos títulos estruturados (baseados em carteiras de crédito hipotecário de alta inadimplência) negociados pelos bancos universais. Outras instituições que adquiriam esses títulos eram os *Special Investments Vehicles* (SIV) ou *conduits*. Essas pessoas jurídicas foram criadas pelos grandes bancos, embora não fossem parte deles, para que fossem a outra ponta das operações com derivativos. Os bancos poderiam, assim, auferir os lucros das negociações de derivativos sem que estes constassem em seus balanços.

Outra característica importante a ser observada quando se pensa no sistema financeiro norte-americano é seu papel central no processo da globalização financeira. Já durante os anos 1960 e 1970, os bancos americanos haviam expandido sua atuação para fora do país, especialmente para burlar a regulação existente. O déficit do balanço de pagamentos dos EUA nessas décadas e a expansão dos petrodólares propiciaram a formação do euromercado. Mais tarde, nos anos 1980, com o desenvolvimento de sistemas de informação, uma nova dinâmica ditou o mercado financeiro mundial. O processo de globalização financeira apontava não só a internacionalização, mas também a “integração dos mercados financeiros e de capitais domésticos e *off-shore*” (CINTRA, 1997, p. 37). Dale (1996, *apud.* Cintra, 1997) aponta que a globalização financeira provoca maior homogeneidade nas estruturas das instituições que proveem crédito (com a formação de grandes conglomerados), nos instrumentos utilizados, na maturidade dos contratos e nas taxas de juros prevalecentes nas relações de débito e crédito. Cintra e Farhi (2009, p. 287) afirmam que as instituições que atuavam exatamente antes da implosão da crise ultrapassavam as características do clássico *too big to fail* e podiam ser caracterizadas como *too interconnected to fail*.

1.2 – A configuração da regulação do sistema financeiro anterior à crise

O crescimento e diversificação da atuação dos bancos comerciais e das instituições não depositárias na segunda metade do século XX teve como contraparte a evolução da regulação norte-americana. Dessa forma, devemos resgatar os marcos da regulação bancária e financeira desse país para melhor entender as discussões atuais em torno de como impedir uma crise financeira do porte da que observamos em 2007/2008, cujos efeitos se desdobram até o presente.

Para tanto, temos como ponto de partida a principal crise financeira do século passado, o *crash* da bolsa de 1929. É preciso destacar uma diferenciação da atividade bancária americana naquele momento: os bancos comerciais só existiam sob autorização nacional e só podiam atuar como captadores de depósitos e emprestadores, enquanto sua regulação era feita pelo *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC). Os bancos de investimentos, por outro lado, estavam sob autorização e regulação dos estados regionais e podiam exercer, além das atividades de investimentos, todas as funções de um banco. O desenvolvimento das instituições financeiras nos anos 1920 pode ser explicado, bem simplificada, da seguinte forma: a expansão da negociação com ações fez com que as corporações passassem a preferir emitir títulos para captação de recursos a fazer empréstimos dos bancos comerciais (KREGEL, 2012, p. 34). Com isso, a lucratividade dos bancos comerciais diminuiu, ao passo que a os bancos de investimentos aumentou.

A Lei Pepper-McFadden, de 1927, indicou o caminho para a reversão dessa situação: estabeleceu o *Federal Reserve Board* (Fed) como o banco central norte-americano, proibiu a expansão de bancos entre diferentes estados, permitiu que os bancos nacionais pudessem criar filiais dentro das cidades onde estavam estabelecidos além de poderem comprar e vender obrigações de dívidas transacionáveis (*marketable debt obligations*). Portanto, embora não permitisse que os bancos comerciais negociassem ações, a lei já ampliava parcialmente a atuação desses bancos. Entretanto, esses bancos, contornando a regulação, criaram subsidiárias independentes com autorizações estaduais que permitiam a negociação com títulos. A partir da implementação da Pepper-McFadden, o que se observou foi a existência de instituições financeiras multifuncionais. Não havia diferenciação clara entre bancos comerciais e bancos de investimentos.

A quebra da bolsa em 1929, fez com que os bancos, tanto comerciais como de investimentos, passassem por dificuldades. A resposta a esse período veio com uma série de leis

de 1933 (*Banking Act*). Dentre as mais relevantes, estava a lei Glass-Steagall: uma regulação prudencial que tinha como principal objetivo a separação das atividades de banco comercial e de investimentos. Apesar da proibição dos bancos comerciais de atuarem no mercado de capitais, foi dado a eles o monopólio da captação de depósitos. Autorizou-se, também, a criação de filiais interestaduais, desde que autorizados pelas leis estaduais. Estabeleceu-se, também, o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), uma agência governamental cuja função era fornecer seguro para os depósitos bancários, e proibiu-se a cobrança de juros das contas correntes. Seguindo a tendência de regulação intensa, em 1934 foi criada a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (*Securities Exchange Commission* – SEC), sendo obrigatório o registro nesta, de todas as empresas cujos títulos são negociados na bolsa de valores ou no mercado de balcão, além da divulgação anual de relatórios sobre sua saúde financeira.

Kregel (2012, p. 37) aponta que a regulação posta em prática na década de 1930 tinha como função básica prover ao sistema financeiro suporte para duas funções básicas:

- i)* proporcionar um sistema de transações protegido e seguro, ao garantir o valor de depósitos das transações em bancos segurados; e *ii)* garantir que o financiamento estivesse disponível aos tomadores de empréstimos comerciais para apoiar suas operações de produção em curso, deixando o financiamento de longo prazo dos investimentos comerciais a cargo das instituições financeiras não seguradas especializadas nas atividades do mercado de capitais.

Da década de 1940 até meados de 1960, como já destacado na seção anterior, houve forte crescimento da economia norte-americana, com estabilidade financeira sem que houvesse necessidade de alteração da legislação vigente para o setor bancário. Na verdade, pode-se dizer que a *Bank Holding Company Act*, de 1956 (uma das poucas leis aprovadas no período), somente afirmava a tendência de separação de atividades dos bancos já consagrada na regulamentação do pós-guerra. A lei proibia a expansão da atividade de *holdings* bancárias para negócios não-bancários através de filiais. Minsky (1986, p. 45) afirma que nos anos 1950 e 1960, devido à inexistência de crises financeiras, a teoria econômica não se desenvolveu no sentido de prevenir a instabilidade, e por isso, foi ignorada a necessidade do Fed atuar como prestador de última instância (*lender of last resort*). Não havia, sequer, um embasamento teórico para qualquer esforço de mudança da legislação vigente.

A década seguinte (1970), por outro lado, já foi marcada por algumas mudanças mais relevantes na regulação do sistema financeiro, e sinaliza a desregulamentação financeira que viria

nos anos 1980. As novas leis tinham como objetivo principal incentivar a concessão de crédito para parte da população que ainda não tinha acesso. Dymski (2005) indica que, nos anos 1970, organizações ativistas sugeriam a existência de discriminação bancária (*bank redlining*) contra a população de baixa renda nos centros das grandes cidades. Essa demanda resultou em três marcos principais da legislação: primeiro, em 1974, foi declarada a lei de Oportunidades Iguais de Crédito (*Equal Credit Opportunity Act*), garantindo assim, o fim da discriminação nesse mercado. A lei de Abertura de Informações das Hipotecas Residenciais (*Home Mortgage Disclosure Act – HMDA*), de 1975, exigia, por sua vez, que emprestadores segurados reportassem anualmente a quantidade e o volume monetário de empréstimos residenciais concedidos por região em que atuavam, para que houvesse maior controle da distribuição desse serviço no mercado. Finalmente, a lei de Reinvestimento Comunitário (*Community Reinvestment Act – CRA*), de 1977, exigia que as instituições tomassem medidas afirmativas para garantir a identificação e o atendimento das necessidades bancárias da área em que atuam. As instituições seriam supervisionadas pelo órgão regulador e teriam seu desempenho quanto ao cumprimento da CRA avaliado, podendo ser repreendidas no caso de seu desempenho ser abaixo do esperado.

Nos anos 1980, a desregulamentação teve início, de fato e de direito. A globalização financeira e a necessidade de expandir a atividade além das fronteiras nacionais foram fatores essenciais para esse movimento. Coleman (2005) aponta que as principais dificuldades dos *policy-makers* na desregulamentação eram a segmentação regional do sistema e da regulação financeira, bem como o tamanho das instituições, que não teriam porte para competir com as estrangeiras.

A primeira lei significativa de alteração do arcabouço regulatório veio em 1980, com a Desregulação de Instituições Depositárias e Controle Monetário (*Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act – DIDMCA*). Um dos elementos principais dessa lei foi a modificação dos tetos das taxas de juros das instituições depositárias. Além disso, aumentou a flexibilidade de associações de poupança e empréstimos para conceder hipotecas, entre outras novas funções. Foi estabelecido, também, que todas as instituições depositárias federais (associações de poupança e empréstimos – S&Ls, bancos de poupança mútua e cooperativas de crédito), e não somente os bancos comerciais, tivessem reservas de capital. A lei, de modo geral, tentava eliminar as restrições prejudiciais às instituições depositárias impostas pela legislação vigente, ao mesmo tempo que fortalecia a influência do Fed no processo de criação monetária, na

medida em que dava às instituições depositárias acesso aos empréstimos de liquidez do banco central norte-americano (CINTRA, 1997, p. 223-224).

Em 1982, o Congresso aprovou a lei Garn-St. Germain de Instituições Depositárias (*Garn-St. Germain Depository Institutions Act*). Esta foi uma resposta à ameaça que os MMMFs impunham às instituições depositárias. Com essa lei, ampliou-se a gama de empréstimos ofertados pelas S&Ls e ainda deu-se a elas a possibilidade de aplicarem em títulos dos governos estaduais (COLEMAN, 2005, p. 163). No entanto, as instituições de poupança e empréstimos se envolveram em operações especulativas de investimentos imobiliários e entraram no mercado de *junk bonds*, entre outras atividades de alto risco. As agências regulatórias, seguindo a ideologia de livre mercado, haviam deixado de regular esses mercados (CINTRA, 1997, p. 226). Para atrair mais depositantes, passaram a ofertar, ainda, depósitos com taxas de juros mais elevadas e, assim, sofreram grandes perdas.

A diminuição das restrições competitivas não afetou somente as S&Ls. Os bancos comerciais também passaram a procurar novas aplicações, por exemplo, abrindo linhas de empréstimos para diversas indústrias. Porém, nem sempre foram bem sucedidos. Nos anos 1980, se observou um número grande de falências bancárias, ocasionadas pela fragilidade financeira decorrente da desregulamentação. Entre 1985 e 1991, 1.146 bancos norte-americanos faliram (CINTRA, 1997, p. 229). Esta onda de falências exigiu a atuação tanto do Fed quanto da FDIC como emprestadores de última instância. Em 1987, uma nova legislação foi aprovada no Congresso direcionada para duas crises: o crescimento dos “bancos não-bancos” e a deterioração das S&Ls. A lei da Igualdade Competitiva Bancária (*Competitive Equality Banking Act*) restringia a possibilidade de expansão dos não-bancos e criava incentivos para a transformação destes em *holdings* bancárias. Ainda, recapitalizava o fundo de seguros para poupanças (COLEMAN, 2005, p. 163).

A presença de bancos internacionais no mercado norte-americano, e vice-versa, se expandiu de forma exacerbada durante a globalização financeira. Ao contrário dos bancos americanos, os europeus e japoneses não estavam sob uma regulação tal como a imposta pelo Glass-Steagall Act, e nem mesmo tinham a necessidade de fazer reservas de capital, como exigido pelo Fed desde sua fundação. Portanto, os bancos estrangeiros se tornaram uma “ameaça” para os bancos americanos, que sofriam não só por causa do alto custo de alavancagem mas,

também, pela estrutura de regulação descentralizada, baseada na atuação de agências estatais e federais.

No Comitê de Basileia para Regulação Bancária, fundado em 1988 pelo *Bank for International Settlements* (BIS), foram reunidas autoridades dos dez países mais desenvolvidos para discutir a possibilidade de coordenação da regulação financeira em âmbito mundial. Embora não tivesse legitimidade para impor um modelo de regulação, o Comitê assinou o primeiro Acordo de Basileia, que previa a necessidade de que todos os bancos que atuassem internacionalmente tivessem um coeficiente de capital próprio de 8% sobre o valor dos ativos ponderados pelos riscos. O objetivo principal, num conceito proposto por Kregel (2006), era “nivelar o campo de jogo”, ou seja, igualar as condições de competição dos bancos tanto no território americano como em nível global.

Em 1989, a já mencionada situação extrema de falência de muitas instituições financeiras levou à aprovação da lei de Reforma, Recuperação e Constrangimento de Instituições Financeiras (*Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act – FIRREA*). Em publicação oficial, a FDIC apontou as principais determinações dessa lei (FDIC, 2006, s/n):

FIRREA is the most important banking law since the Great Depression when the FDIC was created. FIRREA is the beginning of statutory attempts to re-regulate the banking and S&L industry. This act authorizes the use of taxpayer money to resolve S&L failures.

This act:

- *Abolishes the Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC), which has provided deposit insurance to S&Ls since 1934*
- *Creates two insurance funds: the Savings Association Insurance Fund (SAIF) and the Bank Insurance Fund (BIF)—both of which are administered by the FDIC*
- *Establishes the Resolution Trust Corporation (RTC) as a temporary agency to resolve S&L failures from August 9, 1989, to July 1, 1995*
- *Provides funding for the RTC: \$30 billion from the sale of bonds, \$18 billion from the U.S. Treasury, and \$2 billion from the Federal Home Loan Bank Board (FHLBB)*
- *Replaces the FHLBB with the Office of Thrift Supervision (OTS) to regulate and supervise S&Ls*
- *Gives the FDIC back-up supervisory authority over S&Ls*
- *Increases the FDIC's Board of Directors to five members from three by adding a vice chairman position and the director of the newly formed OTS.*

Tanto a FIRREA quanto a lei Garn-St. Germain, que permitiam aquisição de S&Ls e bancos comerciais falidos por bancos de fora do estado, desde que administradas como entidades separadas, facilitaram um processo de fusões e aquisições entre bancos e outras instituições financeiras no âmbito interestadual. Formou-se o que Guttman (1994) denomina de *superregionals*, isto é, grandes bancos interestaduais, com ativos avaliados entre 20 e 50 milhões de dólares. A lei Glass-Steagall, de 1933, era alvo constante de *lobbies* em favor de sua revogação.

Embora os grandes bancos interestaduais fossem resilientes, a onda de quebra das instituições financeiras menores, no final da década de 1980, assustou a sociedade americana, porque o uso amplo do seguro de depósitos explicitou a limitação da FDIC em cobrir todo o risco gerado pela atividade financeira. Assim, em 1991, o Congresso aprovou a lei de Melhoria da FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act* – FDICIA). Esta lei implementou o critério de risco para o seguro (*risk-based deposit insurance*)¹ e introduziu o esquema de Intervenção e Resolução Antecipadas e Estruturadas (*Structured Early Intervention and Resolution* – SEIR). Esse esquema recomendava reservas de capital que se tornavam mais rigorosas conforme a relação ativos/capital próprio aumentava. Além disso, foi criado um sistema de avaliação de riscos com base em dados estatísticos que não poderiam ser divulgados ao público. As ações tomadas pelo banco central com relação ao banco seriam diferentes de acordo com a nota dessa avaliação (que variava de 5 – insolvente – a 1 – situação financeira excelente). “Noutras palavras, o *Federal Deposit Insurance Corporation* passou a ter recursos para intervir tão logo identifique problemas em instituições” (CINTRA, 1997, p.231). O custo social dos resgates, que havia preocupado a população norte-americana, poderia, afinal, ser melhor controlado.

Em 1994, duas novas leis foram aprovadas. A primeira, intitulada lei Riegle para Desenvolvimento Comunitário e Melhoria Regulatória (*Riegle Community Development and Regulatory Improvement Act*), estabeleceu controles para as práticas abusivas dos emprestadores não-bancários em relação a proprietários de imóveis de baixa renda, minorias e idosos. Além disso, diminuiu o peso da regulação bancária e exigências burocráticas. A segunda foi a lei

¹ “*Deposit insurance with premiums that reflect how prudently banks behave when investing their customers' deposits. The idea is that flat-rate deposit insurance shelters banks from their true level of risk-taking and encourages poor decision-making and moral hazard. Although not all bank failures are the result of moral hazard, risk-based deposit insurance is thought to prevent bank failures. Banks that have a higher risk exposure pay higher insurance premiums.*” (Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/r/risk-based-deposit-insurance.asp#axzz264gRflUv>>).

Riegle-Neal para Eficiência de Ramificação e Práticas Bancárias Interestaduais (*Riegle-Neal Branching Efficiency and Intersate Banking Act*), que permitia que os bancos, americanos ou não, criassem filiais em qualquer estado. Permitiu, também, fusões entre bancos de estados diferentes (sujeitas a limites de concentração), além de aumentar o intervalo de avaliação para que mais bancos pudessem ser considerados saudáveis.

Embora estivesse bem menos estrita do que no período pós-guerra, a regulação das instituições depositárias ao fim dos anos 1990 ainda era extremamente segmentada institucionalmente. O quadro 1.1 explicita essa organização.

Quadro 1 - Estrutura de Regulação e Supervisão das Instituições Depositárias em 1997	
Instituição Depositária	Instituição de Supervisão e Regulação
<i>Bank Holding Companies</i> (a)	Fed
Bancos Nacionais (b)	OCC
Bancos Estaduais	
Membros do Federal Reserve System	Fed
Não-membros	FDIC
Bancos Cooperativos	FDIC/Fed
Bancos Industriais (se segurado)	FDIC
Filiais Regidas de Acordo com o Parágrafo 20 [<i>do Banking Act de 1933</i>]	SEC/Fed
<i>Thrift Holding Companies</i>	<i>Office of Thrift Supervision (OTS)</i>
Bancos de Poupança Mútua	OTS/FDIC/Fed
Instituições de Poupança e Empréstimos (S&Ls)	OTS
<i>Edge Act & Agreement Corporations</i>	Fed
Bancos Estrangeiros	
Filiais e Agências	
Licença Estadual	Fed/FDIC
Licença Federal	OCC/Fed/FDIC
Escritórios de Representação	Fed
Notas: (a) O Bank Holding Company Act (1956) define como <i>bank holding company</i> qualquer instituição que direta ou indiretamente controla 25% ou mais das ações com direito a voto em outros bancos;	
(b) Pela lei, os bancos que operam em âmbito nacional são membros do <i>Federal Reserve System</i> .	

Fonte: Board of the Governors of the Federal Reserve System (In: CINTRA, 1997, p. 237)

A regulação vigente, fragmentada em várias agências reguladoras e resultante de várias leis específicas implementadas desde o período pós-Grande Depressão, estava obsoleta

quando se levava em conta a ideologia do “livre mercado”, vigente na década de 1990. A grande vilã à livre concorrência no mercado financeiro, naquele momento, era a Lei Glass-Steagall, de 1933, que separava as atividades de bancos comerciais e bancos de investimento. Entretanto, essa lei já havia sido erodida, progressivamente, com o passar dos anos. Em um de seus parágrafos, ela conferia aos bancos comerciais todos os “poderes supervenientes” necessários para a realização das atividades bancárias. Essa expressão vaga foi utilizada diversas vezes pelos *policy-makers* norte-americanos para contornar as limitações por ela impostas.

Somente em 1999, entretanto, a segregação das instituições financeiras foi, de direito, terminada. A Lei Gramm-Leach-Bliley de Modernização de Serviços Financeiros (*GLB Act*) não só revogava, oficialmente, a Lei Glass-Steagall como também permitia às holdings bancárias oferecer qualquer serviço financeiro que desejasse. Foi, portanto, a consolidação da desregulamentação financeira, que, mais tarde, desembocaria na grande crise financeira de 2007. O argumento por trás dessa nova lei, além da eficiência do livre mercado, obviamente, era “que havia economias substanciais a serem alcançadas por meio de vendas cruzadas de serviços financeiros e da conseqüente possibilidade de se aumentar o *hedge* interno cruzado de riscos entre os grandes conglomerados financeiros multifuncionais” (KREGEL, 2012, p. 38). Em outras palavras, propagava-se a ideia de que haveria um aumento da eficiência e uma diminuição dos riscos. Como veremos mais adiante, o resultado não foi este.

Em 2004, o Comitê de Basileia para Regulação Bancária se reuniu novamente para formalizar um novo acordo que já vinha há anos, sendo discutido e que ficou conhecido como Basileia II. Kregel (2006) aponta a principal diferença entre esse novo acordo de Basileia e o firmado em 1988: enquanto o antigo tinha como principal objetivo “nivelar o campo de jogo” internacional das diversas instituições financeiras, o novo focou no fortalecimento da solidez e da estabilidade do sistema financeiro internacional. O Novo Acordo de Basileia apresentava uma nova abordagem sobre a mensuração de riscos e as exigências de capital. Ao contrário do modelo *one size fits all* de exigências de Basileia I, os bancos poderiam calcular o valor de seu capital exigido mínimo através de modelos próprios de avaliação de riscos. Esses modelos seriam, e já estavam sendo, desenvolvidos internamente, nos bancos, e, a partir de suas próprias avaliações, calculariam os níveis de capital propostos por Basileia II. As agências de *rating* também entrariam no esquema, dado que suas avaliações de risco dos ativos seriam incorporadas no

sistema. Nesse sentido, podemos afirmar, apoiados em Guttman (2006), que o próprio mercado teria o poder de avaliar suas condições de risco, ou seja, se autorregular.

A implementação de Basileia II, entretanto, estava ocorrendo de forma muito lenta. Ademais, os modelos internos de avaliação só deveriam ser usados pelas instituições de grande porte. Nos Estados Unidos, órgãos oficiais anunciaram, logo após a divulgação dos documentos, que só exigiriam dos grandes bancos multifuncionais a adequação às novas exigências, alegando o alto custo de desenvolvimento dos modelos de risco para as instituições menores. Apontavam, ainda, a necessidade de cautela na implementação do Novo Acordo de Capital e propunham uma transição lenta e gradual entre os dois modelos, mesmo louvando as novas tecnologias de gestão de risco envolvidas no processo (DEOS, 2006, p. 309). Em meio a esse processo de implementação de Basileia II ocorreu a grande crise financeira de 2007/2008.

Ao finalizar este capítulo, percebemos como se formou o sistema financeiro norte-americano durante o século XX. Com um aparato regulatório mais intenso, a economia do país teve grande crescimento durante o que ficou conhecido como *Golden Age*, até que o excesso de endividamento privado criaram um ambiente conflitante com a estrutura de supervisão existente. Durante as décadas de 1970 e 1980, se desconstruiu a regulação de forma a fortalecer as instituições bancárias norte-americanas ao passo que elas mesmas criaram saídas para as restrições de mercado impostas pela regulação. Durante o processo de globalização financeira, nas décadas de 1980 e 1990, fortaleceu-se a tendência a desregulamentação e a criação de um sistema financeiro mais autossuficiente quanto a prevenção e identificação de riscos. No início dos anos 2000 essa tendência havia se concretizado e se estabeleceu um sistema de grandes se estabeleceu um sistema de grandes *players* e alta complexidade, sob o qual se desenvolveu a grande crise econômica que teve seu auge em 2008.

Assim, o próximo capítulo esclarecerá o desenvolvimento da crise e explicará como ela incitou uma reforma da regulação financeira. Ainda no próximo capítulo, veremos os principais pontos de mudança contidos na reforma.

Capítulo 2 – A Reforma da Regulação Após a Crise: A lei Dodd-Frank

Vimos, no capítulo anterior, que a organização da regulação financeira norte-americana pretendia implantar um sistema de supervisão do sistema financeiro baseado no conceito da auto-regulação, tomando por referência as proposições de Basileia II. Por isso, a mensuração de riscos e a reserva exigida de capital seriam calculadas pelo próprio mercado através de modelos estatísticos. Assim, as grandes instituições financeiras se enquadrariam às exigências de capital das agências reguladoras conforme o resultado que obtivessem a partir de seus cálculos. Outro fator importante destacado por Carvalho (ANBIMA, 2011) é o (suposto) problema de risco moral criado pelos seguros de depósitos oferecidos especialmente pela FDIC. Os grandes bancos poderiam se engajar livremente em operações de alto risco utilizando seus recursos (*proprietary trading*) devido a garantia de resgate federal, dada pelo seguro de depósitos, caso estivessem em “maus-lençóis”. Esse “problema” havia permeado as decisões de liberalização do sistema, consolidada em 1999 com a lei Gramm-Leach-Bliley.

2.1 – A Crise Financeira de 2007/2008

A desregulamentação operou no sentido de que se formassem grandes conglomerados financeiros, ou bancos universais, que englobavam diversos serviços financeiros em seu escopo de atividades. A principal decorrência desse formato de negócios é que, embora estivessem atuando também como banco de investimentos, os grandes conglomerados teriam acesso ao resgate público, caso entrassem em crise. Kregel (2012) aponta que a formação das *holdings* financeiras, com a revogação da Glass-Steagall distribuiu e redistribuiu os riscos no sistema, de forma a ser impossível localizar as contrapartes responsáveis por eles.

A origem da crise, entretanto, estava do mercado de crédito hipotecário, mais especificamente, no mercado de hipotecas *subprime*². Na verdade, as *holdings* bancárias haviam criado, ou adquirido, companhias independentes para atuar nesse segmento de crédito. Essas

²“(…) *Subprime* são hipotecas de maior risco ou de segunda linha. Com o excesso de liquidez no mercado internacional nos últimos anos, os bancos e financeiras dos Estados Unidos passaram a financiar a compra de casas a juros baixos para pessoas com histórico de crédito ruim, tendo o próprio imóvel como única garantia. Mas veio a queda nos preços dos imóveis e os bancos ficaram ameaçados de não reaver os empréstimos feitos.” (IPEA, Disponível em:

< http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2156:catid=28&Itemid=23 >)

instituições não-bancárias não estavam sob supervisão do Federal Reserve (KREGEL, 2012). Assim, os bancos universais puderam expandir a oferta de crédito para esse novo segmento de mercado, cujo risco de inadimplência era extremamente alto. Farhi (2011, p. 11) aponta o processo utilizado pelos bancos para “espalhar” o risco de crédito concedido no mercado *subprime*:

“No primeiro momento, os bancos empacotaram os créditos concedidos, os submeteram às agências de classificação de riscos e lançaram títulos sobre eles. (...) Os títulos estruturados eram divididos em diversas *tranches* com riscos e retornos diferenciados. A porção mais arriscada entre elas (*equity*) (a que assumia os riscos de inadimplência iniciais e que recebeu o sugestivo nome de lixo tóxico – *toxic waste*) acabou muito frequentemente ficando entre os ativos dos veículos especiais de investimentos [*SIVs*] dos próprios bancos.”

A negociação generalizada dos ativos tóxicos (também chamados de ativos “podres”) foi apoiada, ainda, pelas agências de classificação de riscos. Em matéria da Bloomberg (SMITH, 2008), o economista Joseph Stiglitz aponta o papel dessas agências como “a parte que executava a alquimia que transformava títulos de nota F em nota A”. O conflito de interesses³ dessas agências, portanto, teve participação essencial na pulverização da massa de riscos por trás das hipotecas *subprime*.

Um reajuste na taxa de juros dos empréstimos, ao final de 2006, foi o estopim do movimento de inadimplência do mercado *subprime*. Dadas as características do sistema financeiro apresentadas previamente, não é difícil entender como a crise das hipotecas *subprime* adquiriu caráter sistêmico. O risco de inadimplência dos indivíduos estava espalhado nos balanços de instituições bancárias e não-bancárias em nível global, amparados pela não-regulação do *shadow banking system* e dos mercados de balcão:

“Algumas pessoas ficaram sem renda suficiente para pagar os juros sobre suas hipotecas, outros viram sua conta de juros subir muito de uma hora para outra. O calote foi inevitável e serviu para advertir os financiadores de que o risco de crédito, isto é, o risco de calote, era talvez maior do que se esperava, que talvez tivessem sido feitos empréstimos com base numa visão otimista demais da capacidade de pagamento desses segmentos da

³ “(...) Eric Mindich, presidente da gestora de recursos Eton Park Capital e líder do grupo formado por representantes da iniciativa privada para assessorar a Casa Branca no tema [crise do subprime], sugeriu que a melhor solução possível seria cindir os departamentos de assessoria financeira e de avaliação de risco dessas agências. Para ele, o conflito de interesses inerente à acumulação dessas duas atividades está no cerne do problema, já que as agências acabam emitindo ratings para títulos em cujo desenvolvimento elas próprias participaram como consultoras. Advogados e investidores acusaram empresas como a Standard & Poor’s, a Fitch Ratings e a Moody’s de conceder ratings altos para títulos subprime e de demorar para revisar essas classificações quando os credores começaram a não honrar os pagamentos a que os papéis estavam atrelados. (SILVEIRA, 2007, pág. 66 e 67)”

população que compunham o subprime. (...) Quando os tomadores de hipotecas ficam inadimplentes e param de pagar os juros, aqueles investidores que compraram títulos baseados nessas hipotecas percebem que poderão não receber o retorno que esperavam. Quando essa percepção se espalha, aqueles outros investidores e instituições que compraram títulos parecidos começam a se perguntar se não é melhor se livrarem deles enquanto é tempo. Quando, porém, tentam vender esses papéis, percebem que não há muitos compradores, já que todos têm os mesmos temores. Com isso, os investidores concluem que tem um mico nas mãos, um papel cujo valor no mercado é muito menor que esperavam. Em termos técnicos, esses investidores descobrem que estavam expostos a um risco de liquidez (isto é, de impossibilidade de revenda sem prejuízo de um ativo qualquer) maior do que esperavam.” (CARVALHO, 2010, p.19)

O aumento no valor das dívidas das famílias também serviu para estourar a bolha de valorização imobiliária do mercado norte-americano. Os agentes começaram a notar a supervalorização dos imóveis quando as hipotecas passaram a ter valores bem maiores do que os valores das casas utilizadas como garantias. A incerteza atingiu o mercado interbancário, como apontam Cintra e Farhi (2009), e foi feita uma reclassificação dos riscos dos títulos lastreados em hipotecas, o que causou prejuízo aos bancos que controlavam fundos cujas carteiras continham esses ativos. Em 2008 o Bear Stearns, quinto maior banco de investimentos norte-americano até então, para evitar a falência, necessitou da intervenção extraordinária do Fed como garantidor na venda de suas ações - absurdamente desvalorizadas, deve-se observar - para o JP Morgan.

A “quebradeira” teve início e a intervenção estatal foi necessária em vários momentos. Nem mesmo as GSE, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, escaparam da crise originada no mercado de hipotecas *subprime*. Somavam, juntas, um valor correspondente a 32% do PIB norte-americano em título hipotecários (CINTRA E FARHI, 2009, p. 278). Tiveram que ser resgatadas através de um pacote aprovado com urgência pelo Congresso dos Estados Unidos. O ponto mais agudo da crise foi, entretanto, a muito comentada falência do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008. Segundo os autores já citados, neste momento a crise começou a demonstrar contornos sistêmicos.

A necessidade de intervenção estatal durante o governo liberal de George W. Bush, em 2008, desembocou na criação de um plano único de resgate do sistema financeiro, o *Troubled Asset Relief Program*, ou simplesmente TARP. A lógica por trás desse plano, segundo Kregel (2012), era a de que a crise pela qual os EUA estavam passando era resultado de uma

“tempestade perfeita” de fatores, que não se repetiria novamente. Sendo assim, o plano tinha dois objetivos: remover os ativos tóxicos dos balanços dos bancos e facilitar a posição do Fed como prestador de última instância através de duas medidas, quais sejam, a política de taxa de juros zero (*zero interest rate policy* – ZIRP), e a flexibilização quantitativa (*quantitative easing* – QE), ou redução das taxas de juros dos títulos de médio prazo do governo. De fato, o que o plano fez foi injetar capital nos grandes bancos norte-americanos.

Embora essas medidas tenham ajudado a resolver o problema de insolvência das instituições, pouco fizeram para a volta à normalidade dos mercados financeiros, conforme aponta Kregel (2012). O autor aponta que não houve aumento nos empréstimos para financiar construções e atividades industriais e mesmo assim, os bancos mostraram um aumento nos lucros. O que se viu, na verdade, foi uma volta ao *business as usual*, ou seja, os bancos continuaram investindo em produtos estruturados. As medidas emergenciais, entretanto, tiveram papel fundamental na elaboração da resposta regulatória que sucedeu a crise, como veremos na próxima seção.

2.2 – A Lei Dodd-Frank

Até o início de 2008, a teoria por trás das propostas de reforma da regulação tinha por objetivo solucionar as falhas de mercado causadas pela regulação implantada durante as décadas de 1930 e 1940. Os *policy makers* acreditavam que o seguro de depósitos oferecido pelo FDIC criava um ambiente de risco moral elevado. Portanto, durante as décadas de 1980 e 1990, haviam criado uma série de leis que auxiliavam a desregulamentação, isto é, diminuía a interferência governamental no mercado financeiro. Esse movimento desembocou, como já discutido no capítulo anterior, na lei Gramm-Leach-Bliley de 1999, que consolidou a desregulamentação do sistema financeiro dos Estados Unidos.

A consequência da lei GLB, que incluía a revogação da lei Glass-Steagall de 1933, foi a ratificação das grandes *holdings* bancárias, ou bancos universais. Esses bancos atuavam em todos os segmentos do mercado financeiro, ou seja, podiam ser instituições depositárias, como os bancos comerciais, mas também desenvolviam atividades típicas dos bancos de investimentos e *hedge funds*. Assim, sofreram um aumento de tamanho sem precedentes. Formaram-se instituições financeiras grandes demais para falir (*too big to fail*). Suas operações eram tantas e

tão diversas que, mais importante que seu tamanho, tornaram-se interconectadas demais para falir (*too interconnected to fail*).

O fato de que os bancos universais tenham adquirido porte e abrangência suficiente para levar todo o sistema com eles, no caso de uma falência, tornou-se uma preocupação importante para os reguladores após o período mais crítico da crise financeira, em 2008. Essas instituições eram fonte de um risco até então desconsiderado, o risco sistêmico. A importância dos bancos para a saúde do mercado financeiro, em primeira instância, nacional, mas subsequentemente, mundial, havia sido negligenciada pelos reguladores, devido à importância dada por eles ao “livre mercado”, isto é, a não-interferência governamental no setor privado, especialmente nos negócios e na forma de atuação das empresas. Isso ficou claro quando o Tesouro se negou a ajudar o Lehman Brothers antes de sua falência, em setembro de 2008. Nessa perspectiva, o entendimento era de que a situação em que o banco havia se colocado era consequência de sua própria displicência e falta de controle de riscos e, por isso, não receberia ajuda do governo e deveria sofrer o “ajuste” do mercado. Entretanto, as coisas não aconteceram como planejado e o então Secretário do Tesouro norte-americano, Henry Paulson, se viu diante de uma enorme crise. Surgiu, então, a necessidade, de reformular a regulação existente para resolver os problemas destacados pela crise.

No início de 2008, o próprio Secretário havia levado às autoridades uma primeira proposta de reforma financeira, que racionalizava e consolidava as medidas de desregulamentação do fim dos 1990. Mais do que isso, visava reformar (leia-se simplificar) o arcabouço institucional de regulação. O problema, tal como percebido pelas autoridades naquele momento, era a segmentação excessiva da regulação, distribuída entre vários órgãos federais que se especializaram em determinados produtos ou instituições financeiros. Isso havia sido consequência da lei Glass-Steagall, de 1933, que separava as atividades de bancos comerciais e bancos de investimentos e causou uma segmentação do mercado em geral. Os órgãos reguladores apenas haviam acompanhado essa tendência, especializando-se de acordo com cada segmento.

“O contraste entre a organização industrial do setor financeiro e a estrutura regulatória se tornou fonte de ineficiência para ambos os lados: 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.” (ANBIMA, 2011, p. 15)

Com a crise que se alastrou nos meses subsequentes, o Plano Paulson de reforma financeira acabou sendo “engavetado” pelo Congresso norte-americano, já que as medidas que deveriam ser tomadas eram mais urgentes. Somente em 2009, já sob o governo de Barack Obama, é que recomeçaram as discussões em torno da reforma da regulação financeira. O novo Secretário do Tesouro, Timothy Geithner encaminhou uma outra proposta ao Congresso. Essa legislação estaria em linha com as propostas emergenciais tomadas durante os momentos críticos da crise. Primeiro, intensificava a regulação daquelas instituições que poderiam colocar o sistema todo em risco. Segundo, exigia maiores reservas de capital (acompanhando a linha-mestra de regulação já existente): o capital sistêmico, que seria calculado de acordo com a contribuição da instituição para o risco sistêmico, e o capital anticíclico, para ser utilizado em períodos agudos de crise, além do requerimento tradicional de 8% sobre os ativos ponderados pelo risco.

Além disso, a proposta mirava outros *players* do mercado financeiro com uma regulação mais intensa. Os ativos securitizados teriam que cumprir maiores exigências de transparência, inclusive com os emissores mantendo alguns dos mais arriscados em suas carteiras. As agências de classificação de risco, por sua vez, também teriam controles mais rígidos, assim como os mercados de balcão, que deveriam ter maior padronização dos instrumentos. Finalmente, a proposta de Geithner incluía a criação de uma agência independente para regular os produtos financeiros, como cartões de crédito e hipotecas, protegendo os consumidores de abusos como os observados durante a crise (FARHI, 2011, p. 29-30).

Ao longo de 2009, essa proposta foi discutida no Congresso dos EUA e sofreu inúmeras alterações, devido ao jogo político que se dá entre os partidos Democrata e Republicano e os *lobistas* dos bancos. Finalmente, em julho de 2010, o presidente Obama assinou a lei oficial de reforma da regulação financeira, a lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção ao Consumidor⁴ (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*). Apesar do avanço, a aprovação da lei não significou a mudança imediata e efetiva do sistema regulatório norte-americano. Ela, de fato, apenas apresentou linhas gerais para um novo sistema de supervisão. A princípio, a lei deveria entrar em vigor num período de 6 a 18 meses, mas, como veremos no

⁴ O “nome completo” da lei é: *An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end ‘too big to fail’, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.*

próximo capítulo, isso não ocorreu (DEOS, 2012). Os próximos tópicos tratarão das principais mudanças propostas pela lei.

2.2.1 – Risco sistêmico

O tratamento do risco sistêmico é a grande novidade tratada pela lei. Este é um ponto “novo” na regulação financeira, pois é considerado abstrato e pouco operacional: o aparecimento do risco sistêmico é muito difícil de ser previsto. Muitas vezes, os eventos que levam a um risco desse tipo não são, em si, muito relevantes, mas podem sinalizar ao público mudanças para o futuro. Geralmente, a origem de uma crise de risco sistêmico está relacionada àquilo que a teoria convencional denomina de externalidades negativas: pode ser uma corrida a um banco, por exemplo, que induz os agentes a acreditarem que o sistema todo pode estar em crise. Esse conceito, portanto, refuta a teoria sob a qual a regulação do século XX estava baseada: a de que as instituições deveriam ser saudáveis individualmente e também reguladas individualmente e que se as instituições individuais não estivessem expostas a ameaças, o sistema também não estaria. A preocupação com o risco sistêmico deu origem a uma abordagem de supervisão que o BIS chamou de macroprudencial. (ANBIMA, 2011).

Sendo assim, o primeiro título da lei Dodd-Frank advoga a criação do Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council – FSOC*). Deste conselho farão parte, entre outros membros, o Secretário do Tesouro, o presidente do Federal Reserve, o presidente do Escritório do Controlador da Moeda (*Office of the Comptroller of the Currency – OCC*), o presidente da Comissão de Comércio de Commodities Futuros (*Commodity Futures Trading Commission – CFTC*), o presidente da Agência Federal de Financiamento Imobiliário (*Federal Housing Finance Agency – FHFA*), e um representante do presidente dos Estados Unidos. Basicamente, o Conselho terá a responsabilidade de identificar instituições sistemicamente importantes, preencher as lacunas regulatórias e aplicar regulamentos além daqueles já implementados pelas agências regulatórias, se necessário. Servirá como um centralizador das atividades das agências reguladoras, com o intuito de impor uma certa coordenação entre os órgãos de supervisão. Além de reconhecer empresas, financeiras ou não, que possam representar um risco a economia norte-americana, será a principal entidade governamental a lidar com o risco sistêmico e todas as suas consequências.

De fato, o conselho já considerará sistemicamente importantes, ou seja, que podem ser fonte de risco sistêmico, as instituições bancárias com ativos avaliados acima de US\$ 50 milhões. Entretanto, o FSOC estará livre para enquadrar nesse grupo instituições bancárias menores, instituições financeiras não-bancárias e mesmo braços financeiros de instituições não-financeiras. Além do tamanho, outros indicadores de importância sistêmica considerados pelo Conselho serão o nível de interconexão da instituição com as outras, alavancagem, natureza dos passivos e ativos, dependência de financiamento de curto prazo e o que mais identificarem como importante. Todas as instituições que forem identificadas como sistemicamente importantes estarão, automaticamente, sob a supervisão do Federal Reserve.

Para auxiliar na coleta e análise de dados sobre o sistema financeiro, a lei também propõe a criação do Escritório de Pesquisa Financeira (*Office of Financial Research – OFR*). Suas atribuições são, basicamente, coletar e fornecer informações conforme o FSOC requisitar, padronizar as informações coletadas, fazer pesquisas aplicadas e desenvolver ferramentas para medida e monitoramento de riscos. No entanto, o atual Secretário do Tesouro - e, portanto, presidente do Conselho - se mostra cético quanto à eficácia dessas medidas macroprudenciais. Segundo ele, o risco sistêmico depende muito da situação mundial. Não seria possível prever um risco sistêmico sem antes conhecer a origem do choque (KREGEL, 2012, *apud*. SIGTARP, 2011).

2.2.2 – Resolução de crises, insolvência e proteção ao consumidor

A lei Dodd-Frank não abandona a importância dada à regulação de âmbito microeconômico e, de fato, intensifica as exigências já existentes. O FSOC terá possibilidade de customizar a regulação das instituições que estiverem sob supervisão do Fed, atuando como conselheiro. Poderá requerer reservas de capital adicionais àquelas impostas pela regulação já existente, dar permissão às instituições para atuarem ou não em determinado segmento de mercado, entre outros pontos. Poderá, ainda, exigir os *living wills*, ou testamentos, das instituições financeiras não bancárias e das *holding* bancárias. Elas deverão informar, periodicamente, seu plano para resolução de uma tensão financeira ou falência, incluindo informações referentes à sua proteção aos riscos das atividades de quaisquer de suas subsidiárias

não bancárias (no caso das *holdings*), descrições da estrutura de propriedade, ativos, passivos e obrigações contratuais da companhia, e identificação das principais contrapartes.

De certa forma, os testamentos serão importantes para apontar quais instituições são, de fato, *too big to fail*. Como aponta Kregel (2012), a incapacidade de uma instituição em fornecer um plano crível de resolução de crise pode ser um indicador de que aquela instituição deveria ser desmembrada ou reduzida. O que nos leva a um novo ponto proposto pela lei, que determina os parâmetros a serem utilizados no caso de insolvência de uma instituição sistemicamente importante. O foco principal, mais do que auxiliar a dissolução das companhias, é evitar o uso do dinheiro público para solucionar os problemas do sistema num momento de crise. A preocupação em proteger o contribuinte também tem forte influência eleitoreira, no sentido de que o aporte de volumosos recursos de forma abrupta e urgente para instituições financeiras foi alvo de fortes críticas por parte da população do país.

Assim, a lei Dodd-Frank cria a Autoridade de Liquidação Ordenada (*Orderly Liquidation Authority* – OLA), concedendo à FDIC poderes para assumir o controle de qualquer instituição sistemicamente importante, bancária ou não, caso ela apresente uma ameaça à economia norte-americana. A FDIC poderá liquidar os ativos da instituição, maximizando o valor recebido e minimizando as possíveis perdas. Importante destacar que somente será dado ao órgão regulador o controle da instituição se a estabilidade financeira estiver em risco, nunca com o propósito único de salvar a instituição financeira em crise. Dentre outros objetivos incluídos na liquidação administrada pela FDIC estão ainda: assegurar que os acionistas da companhia não recebam o pagamento antes de todas as dívidas serem saldadas, assegurar que os credores não sejam segurados arquem com as perdas e que os diretores e gerentes responsáveis pelo fracasso da instituição sejam removidos de suas posições.

É importante pensar essa maior regulação sobre as instituições como uma extensão das intenções por trás da criação do FSOC, que estará observando o mercado como um todo, bem como identificando os *players* relevantes. Sendo assim, há inúmeros pré-requisitos necessários para que um resgate através da FDIC seja conduzido. Somente após uma análise criteriosa a instituição poderá ser resgatada, ao invés de simplesmente ter que se enquadrar nas leis norte-americanas de falência. Ainda levando em conta a questão macroprudencial em torno da nova regulação, devemos destacar que a lei Dodd-Frank proíbe resgates individuais. A transferência de recursos para instituições financeiras privadas deverá ser feita somente em “eventos de liquidez”,

sob requerimento do Secretário do Tesouro. Os recursos deverão ser oferecidos ao sistema como um todo (KREGEL, 2012).

Uma dificuldade que a FDIC encontra ao ter em suas mãos a autoridade e a responsabilidade de lidar com a dissolução de instituições financeiras é a quantidade de recursos necessários para tal. Sendo assim, a lei Dodd-Frank contempla disposições sobre a captação de recursos para a FDIC. Em primeiro lugar, foi aumentada a razão mínima de reserva de ativos do fundo de seguro de depósitos, de 1,15% para 1,35%, e retirado o teto de 1,5%. Em segundo lugar, foi criado, no Tesouro, o fundo de liquidação ordenada, cuja administração também será do FDIC e que servirá para fornecer recursos para instituições não-bancárias em processo de dissolução. A base de avaliação utilizada para calcular o seguro de depósitos também foi alterada pela nova lei.

A provisão de liquidez foi limitada com as novas atribuições da FDIC, mas torna-se ainda mais restrita quando a lei Dodd-Frank coloca exigências sobre como e para quem devem ser disponibilizadas as linhas de crédito do Federal Reserve. A gestão de risco dos empréstimos deve ser mais sólida e consistente por parte do Fed – será negado o empréstimo à tomadores insolventes e uma série de requerimentos deverá ser preenchida para que a linha de crédito seja autorizada. O OCC ainda poderá realizar auditorias para determinar se a concessão de liquidez é realmente necessária ou não.

Finalmente, como medida de prevenção de risco, inclusive do já discutido risco sistêmico, tem-se a Emenda Collins. Segundo esse adendo à lei Dodd-Frank, os avanços conseguidos no Comitê de Basileia após a crise financeira (Basileia III) deverão ser incorporados na legislação dos Estados Unidos. De fato, isso faz com que a regulação do país esteja mais próxima dos padrões mundiais, já que tanto as exigências de capital quanto os requisitos de liquidez terão, como valor mínimo, as taxas estabelecidas pelo Comitê. Entretanto, a Emenda já é alvo de críticas uma vez que, embora sigam as diretrizes internacionais, os reguladores locais estão sendo mais rigorosos com os bancos, o que pode prejudicar a competitividade internacional das instituições americanas (ANBIMA, 2011).

Tendo em vista que todas essas medidas de regulação de âmbito mais microeconômico tem como principal objetivo impedir *bailouts* como o do plano TARP numa situação de crise, era esperado que a lei Dodd-Frank incluísse uma proteção extra aos contribuintes norte-americanos. Assim, devemos observar o título X, que advoga a criação de um escritório para proteção financeira dos consumidores, o *Bureau for Consumer Financial*

Protection ou BCFP. Fruto do descontentamento da população norte-americana com o uso do dinheiro público para os resgates das instituições financeiras durante a crise, o *Bureau* terá o dever de fiscalizar o sistema financeiro como um todo para proteger os consumidores de possíveis perdas. O início das atividades desse escritório foi em 21 de julho de 2011, como veremos mais adiante. Suas atividades se apoiam em três pilares principais: educar consumidores, aplicar regulações e estudar tendências de mercado. Como veremos mais adiante, esse órgão assumirá um papel de grande importância no sistema financeiro. Dentro da lei Dodd-Frank, entretanto, foram pontuadas apenas sugestões pouco específicas de seu escopo de atuação, seus regulamentos e sua capacidade de intervenção. Trataremos mais sobre essa agência no próximo capítulo, na medida em que veremos os desenvolvimentos posteriores a assinatura da reforma.

2.2.3 – A regra de Volcker

De todas as proposições da lei Dodd-Frank, essa regra é, definitivamente, a mais polêmica. Embora seja relativamente simples no seu texto original, suscita uma interpretação que se opõe frontalmente aos princípios da regulação implementada no fim dos 1990 e início dos 2000. Quem propôs originalmente essa regra, em 2009, foi ex-*chairman* do Board do Federal Reserve, Paul Volcker. Em janeiro de 2010, foi endossada pelo presidente Barack Obama, em janeiro de 2010, como uma medida inegociável na composição da lei. Na verdade, ela adiciona um item à já existente lei das *holdings* bancárias (*BHC Act*), de 1965. Uma versão simplificada do texto original (seção 619 do título VI), disponível no site da Livraria do Congresso é a seguinte:

“(Sec. 619) Amends the BHCA to prohibit a banking entity from: (1) engaging in proprietary trading; or (2) acquiring or retaining any ownership interest in or sponsor a hedge fund or a private equity fund. Subjects a Board-supervised nonbank financial company to additional capital requirements and quantitative limits if it engages in proprietary trading or maintains an ownership interest in, or sponsors, a hedge fund or a private equity fund. (...)” (Disponível em: < <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/bdquery/z?d111:HR04173:@@@L&summ2=m&> >)

A lógica por trás da regra de Volcker é que os bancos norte-americanos possuem um “subsídio”, devido a sua capacidade de captar depósitos, que são “segurados”. Por isso, tem um

papel importante na estabilidade do sistema financeiro do país. Assim, não devem usar esse “subsídio” para se engajar em negociações com títulos com recursos próprios (só em nome de clientes) e nem fazer investimentos em fundos com esses recursos, pois tratam-se de atividades de risco.

Sendo assim, pode-se dizer que a lei proíbe instituições sujeitas à proteção federal, seja pelo acesso ao empréstador de última instância ou ao seguro de depósitos, de realizar atividades com títulos de natureza especulativa. Na verdade, o intuito da lei é coibir a atividade que mais contribuiu para o desenvolvimento da crise financeira recente. Com recursos próprios, e não em nome de clientes, os bancos fizeram operações de tesouraria no mercado de títulos e se expuseram aos riscos de crédito e liquidez. Ainda assim, a regra não é extrema e permite, num de seus parágrafos posteriores, algumas operações com títulos, desde que sejam benéficas ao consumidor e não haja qualquer conflito de interesses envolvido.

A regra de Volcker, entretanto, reascende a discussão em torno do que significou a lei Glass-Steagall, de 1933, pois há quem considere que se trata, claramente, de uma restituição da última. De fato, as instituições terão que escolher que tipo de atividades poderão exercer, isto é, se serão bancos comerciais, - e, portanto, terão acesso à proteção, - ou se serão bancos de investimentos e poderão operar livremente no mercado de títulos - mas não poderão ser resgatados pelo governo, no caso de uma crise (ANBIMA, 2011). Esse ponto tem sido a origem de enorme polêmica no Senado, e é alvo constante de *lobbies* por parte dos bancos, já que grande parte da lucratividade vem da realização de múltiplas atividades, inclusive de tesouraria, por parte dos bancos universais.

Seguindo a linha de restrições à atuação dos bancos comerciais no mercado de capitais, tem-se ainda a emenda Lincoln, proposta pela Senadora Blanche Lincoln. Ela “proíbe” os bancos “protegidos” de atuar como *swap dealers*. A emenda é, entretanto, pouco específica e há brechas suficientes na sua composição para permitir a atividade com *swaps*, desde que seja conduzida por uma filial que não tem acesso ao seguro de depósitos e nem à linha de crédito do Fed.

De modo geral, a separação de atividades pode significar um desmantelamento das instituições *too big to fail*, no sentido de que terão que se especializar em determinadas atividades, ao invés de atuar em vários segmentos financeiros. No entanto, a lei Dodd-Frank, como um todo, toma como um dado a existência das *holdings* financeiras e, a parte desses dois

pontos principais, não aponta, em nenhum momento, para uma dissolução desse modelo nos EUA.

2.2.4 – Derivativos, mercados de balcão e agências de *rating*

Considerando a importância que o mercado de derivativos teve sobre o desenvolvimento da crise financeira mais recente, a Lei Dodd-Frank aponta algumas mudanças importantes para a regulação e supervisão desse instrumentos, com o intuito de minimizar os riscos atrelados à sua negociação. Assim, complementando a separação de atividades proposta pela Regra Volcker, a Emenda Lincoln proíbe que bancos de grande atividade no mercado de *swaps* recebam qualquer tipo de assistência governamental, ou seja, seguros de depósitos e acesso à janela de redesconto.

Entretanto, a Emenda Lincoln falhar ao deixar passar um cláusula de fuga (KREGEL, 2012). Como sua vigência não exclui a já conhecida Lei Graham-Leach-Bliley, os bancos poderão usar o fato de que podem criar filiais não-bancárias para continuar suas atividades no mercado de *swaps*. As holdings bancárias, portanto, não serão afetadas pela proibição proposta na Emenda Lincoln, simplesmente porque seus braços bancários não estarão, necessariamente, empreendendo atividades com *swaps*. Poderão, assim, receber os benefícios do seguro de depósitos e da janela de redesconto, tão importantes para a saúde dessas instituições. Aspectos como esse apontam que a lei Dodd-Frank talvez peque pela falta de coerência entre as diversas regras que a compõem.

Para que possam negociar *Credit Default Swaps* (CDS), os bancos deverão liquidar esses derivativos em organizações ou agências de liquidação oficiais, o que incluirá a obrigatoriedade de depósitos de margens que garantam a solvência dos contratos (ANBIMA, 2011). No entanto, Greenberger (2010, *apud* Kregel, 2012) aponta que somente a liquidação ordenada não será suficiente para controlar o risco atrelado a esse tipo de derivativo. Sugere, assim, algumas outras regulações importantes, como transparência de preços e divulgação das identidades das partes envolvidas, bem como uma autor-regulação adequada para a indústria e a manutenção de registros das transações. Em suma, ele sugere que se criem procedimentos semelhantes àqueles do mercado de ações.

Os mercados de balcão também receberão atenção especial dos reguladores, segundo a Lei Dodd-Frank. Levando em conta as disposições já discutidas tanto da Regra de Volcker quanto da Emenda Lincoln, fica claro que os mercados de balcão deveriam ser eliminados. Porém, a dimensão atingida por desses mercados, bem como a pressão dos agentes que neles atuam, fizeram com que a regulação fosse limitada. Será exigido, além da liquidação dos contratos de derivativos padronizados em câmaras de compensação, o registro de todos os contratos negociados em balcão, bem como suas contrapartes e sua situação. A nova regulação tem por objetivo tratar os derivativos de balcão da mesma forma que os contratos de *swaps*, cuja regulação já existe desde 1922. É importante colocar que, embora sob uma regulação mais intensa, o mercado de balcão não deixará de existir e os contratos personalizados ainda serão negociados como sempre, uma vez que são de importância ímpar para o mercado financeiro.

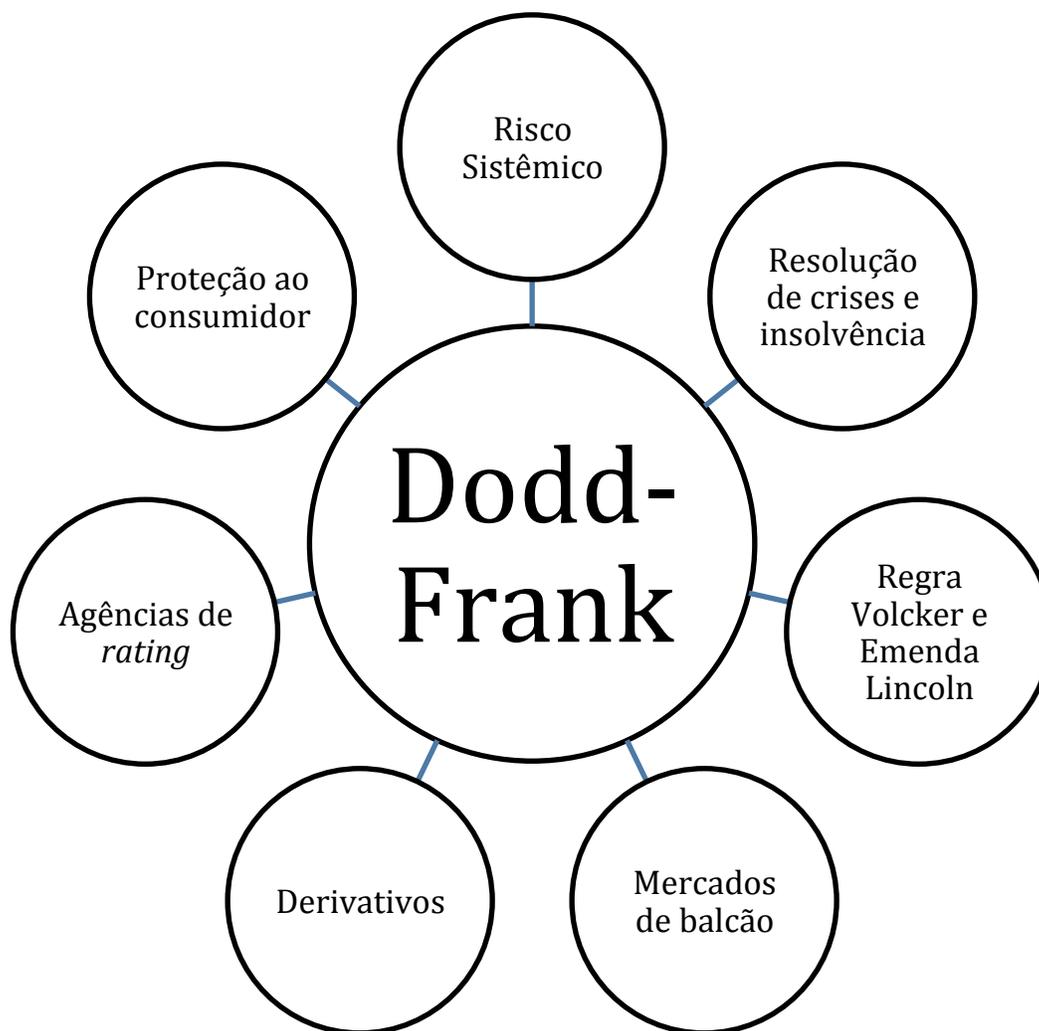
Outra disposição importante que a Lei Dodd-Frank coloca sob o mercado de derivativos é a do dever fiduciário das instituições financeiras. Se estiverem ofertando derivativos, essas instituições estarão proibidas de fazer qualquer operação com esses instrumentos que possam prejudicar seus clientes. Essa disposição da lei é uma resposta a um caso que levou a SEC a processar o banco de investimentos Goldman Sachs, que, após vender CDSs contra um determinado risco de crédito, fez vendas à descoberto (*short selling*) com a intenção de reduzir seu valor de mercado (ANBIMA, 2011).

Os ativos securitizados também serão alvo de um novo sistema de regulação. Com o intuito de manter “a pele em jogo”, a Lei Dodd-Frank obrigará que tanto originadores quanto ofertantes de qualquer tipo de ativo securitizado mantenham em sua carteira, 5% do total emitido, sem possibilidade de *hedge*. No entanto, há exceções para a regra: as instituições que emitirem hipotecas residenciais qualificadas (com características a serem definidas pelas autoridades), ou ativos que atendem às normas mínimas de subscrição determinadas pelas agências regulatórias, não precisarão cumprir a exigência (KREGEL, 2012). A grande questão em torno dos ativos securitizados está na criação de mecanismos e modelos eficientes para a avaliação de risco e que os agentes possam alocar seu capital com mais eficiência. Embora a exigência esteja atrelada à necessidade de se criar um incentivo para que os agentes envolvidos na negociação de ativos securitizados se atentem mais ao risco que estão colocando no mercado, Kregel (2012) aponta que, na verdade, durante a crise, os maiores prejuízos ligados à securitização ocorreram porque os agentes retiveram, voluntariamente, parcelas de ativos *subprime* em suas carteiras.

A Lei Dodd-Frank advoga ainda, mudanças na regulação das agências de classificação de risco, mesmo daquelas oficializadas pelo governo e tidas como “*nationally recognized statistical ratings organizations*” ou simplesmente, NRSROs. Após a crise, grande parte das críticas direcionadas a essas instituições indicavam problemas nas metodologias utilizadas para medir os riscos, a ausência de procedimentos padronizados e o conflito de interesses por trás de suas ações. Sendo assim, a nova regulação, presente no título IX, subtítulo C, da Lei Dodd-Frank, aponta para a criação de um escritório oficial de classificação de crédito (*Office of Credit Ratings – OCR*) com autoridade para multar e fechar agências que cometam irregularidades. O escritório ficará sob responsabilidade da SEC e será responsável por implementar novas medidas regulatórias para essas instituições. As novas medidas regulatórias incluem mudanças na estrutura das NRSROs, padronização dos métodos de classificação e dos procedimentos a serem seguidos.

A lei Dodd-Frank, portanto, é composta por vários grandes temas, que apresentam novidades regulatórias sobre todos os aspectos e segmentos do mercado financeiro norte-americano. Seu intuito é impedir que ocorra uma outra crise financeira de mesma magnitude dessa, mais recente. Seu formato, entretanto, suscita dúvidas sobre a efetividade e a assertividade da nova regulação. Trata-se por isso, de um desafio muito grande tanto aos reguladores quanto ao setor privado. Sendo assim, o próximo capítulo tratará de como a implementação da lei está sendo feita nos Estados Unidos e os desencadeamentos que a reforma tem criado. Somente para caráter de visualização, a figura a seguir sumariza os principais pontos presentes na lei e discutidos previamente neste capítulo.

Figura 1 – Lei Dodd-Frank e seus pontos principais



Elaboração própria.

Capítulo 3 – A implementação da lei Dodd-Frank

O presente capítulo terá como objetivo analisar o processo de aprovação e implementação da lei Dodd-Frank, tendo como ponto de partida julho de 2010, quando o presidente norte-americano Barack Obama assinou a proposta. Como se trata de uma reforma regulatória extremamente ampla, a lei Dodd-Frank caminha a passos lentos, pois depende da discussão e aprovação de cada um de seus tópicos, além da necessidade de adequação dos órgãos regulatórios às mudanças. Serão apontadas, também neste capítulo, as críticas em torno da lei Dodd-Frank, principalmente da oposição política do partido Republicano, e dos lobistas dos grandes bancos.

Sendo assim, se faz necessário explicar como funciona o processo legislativo dos Estados Unidos para entender as dificuldades de implementação da lei Dodd-Frank. Após a aprovação do projeto de lei pelo presidente, são determinadas as agências que serão responsáveis pela implementação da lei. Assim, a agência deve seguir alguns passos para a concretização do processo regulatório: (i) poderá, mas não é obrigada a, emitir um “*advance notice of proposed rule making*” (ANPRM), discutindo a intenção de colocar em prática uma nova regulação, incluindo um resumo de sua proposta, mas sem linguagem específica; (ii) seguinte ao ANPRM ou como um primeiro passo no processo, a agência deverá publicar um “*notice of proposed rule making*” (NPRM), contendo a regulação proposta e requisitando comentários; (iii) depois de revisar os comentários recebidos, a agência poderá, mas também não é obrigada a, emitir o “*final rule making*”, o decreto preliminar, incluído no Registro Federal (*Federal Register*) deverá incluir um resumo ou análise dos comentários recebidos. Só então, a lei estará implementada.

Tendo entendido o processo de implementação das leis nos Estados Unidos, faremos a recuperação cronológica da implementação da lei Dodd-Frank. Foram escolhidos dois pontos principais de aprofundamento do processo, que são os dois “aniversários” da assinatura da lei, qual sejam, julho de 2011 e julho de 2012. É importante destacar que trata-se de uma lei extremamente ampla e complexa, que conta com cerca de quatrocentas novas regulações e que, para cada uma delas, é feito todo o processo exposto anteriormente, encabeçado pela agência reguladora responsável. A partir dessa constatação, já podemos compreender que o prazo de 12 a

18 meses, originalmente estabelecido para a implementação da reforma da regulação era curto demais.

O escritório de advocacia norte-americano Davis Polk & Wardwell LLP tem feito o acompanhamento da implementação da lei Dodd-Frank, elaborando relatórios com dados empíricos que são divulgados mensalmente. Esses relatórios serão utilizados como base para nossa análise, sendo, quando necessário, complementados por outras fontes.

3.1 – O primeiro ano

Ao final de março de 2011, oito meses após a assinatura da lei Dodd-Frank, apenas 5,4% das regulamentações estavam finalizadas, isto é, 21 de 386. Entretanto, alguns dos prazos já começavam a ser perdidos. Uma grande parte dos regulamentos deveriam ser finalizados nos dois trimestres seguintes, porém ainda não haviam sequer sido propostos, especialmente os relacionados à regulação do mercados de balcão. Outra constatação importante era que das 386 novas regras, 112 não tinham prazo definido para finalização, inclusive as que definiam a criação do *Consumer Financial Protection Bureau*.

No início de maio de 2011, no entanto, o peso dos atrasos começou a ser percebido. Nenhum dos prazos estipulados para o mês de abril foram cumpridos. Assim, as regras em atraso passaram de 4 para 30, enquanto nenhuma outra foi finalizada. Outro problema que se mostrou mais intenso do que o esperado foi a enorme demanda de trabalho para os reguladores. A CFTC e a SEC tiveram que emitir inúmeras propostas para comentário público, uma atividade extremamente trabalhosa e que demanda um grande número de funcionários e tempo. Para ilustrar o quadro crítico, desde a aprovação da Dodd-Frank no Congresso, em 2009, a CFTC nunca teve mais que quatro propostas de regulamentação abertas a comentários. Em Dezembro de 2010, a Comissão tinha 31 propostas abertas para comentários, ou seja, oito vezes mais trabalho de leitura e análise para o quadro de funcionários do regulador. Como consequência, as duas Comissões requisitaram aumentos em seus orçamentos e no número de funcionários para o ano fiscal de 2012: um acréscimo de US\$ 106 mi e mais 400 funcionários para a CFTC e US\$ 222 mi adicionados na conta da SEC, além de 468 novos cargos, somente para a implementação da lei Dodd-Frank.

Em resumo, o mês de maio de 2011 representou pouco avanço no processo de implementação. Das regulamentações em atraso, três relacionadas a provisões de delatores (*whistleblowers*) foram cumpridas, e 18 novas propostas foram emitidas para comentário. Entretanto, esse pouco avanço só apontava que seria quase impossível cumprir os prazos que venceriam nos meses subsequentes. Maio marcou também o cumprimento de 24 dos 87 estudos necessários para execução dos novos regulamentos, - dois estudos, no entanto, estavam atrasados. Esses estudos apresentavam mais um peso na carga de trabalho dos reguladores, especialmente da SEC. Sendo assim, era esperado que os reguladores requisitassem auxílio acadêmico em sua condução.

O mês de junho de 2011 não apresentava nenhum prazo a ser cumprido. No entanto, ao contrário do mês de maio, 14 novas regras foram finalizadas, significando o cumprimento de 38 das 386 regulamentações requisitadas, ou seja, quase 10%. Ainda assim, a probabilidade de cumprimento dos prazos estabelecidos para o mês seguinte era praticamente nula. Tendo consciência dos atrasos, a SEC e a CFTC, em conjunto, emitiram um pedido de hiato e adiaram várias regulamentações do Título VII (*Wall Street Transparency and Accountability*), que deveriam entrar em vigor no dia 16 do mês seguinte. Isso foi necessário pois muitas das regras principais ainda não tinham sido propostas, nem abertas para comentários. As Comissões ainda precisavam determinar algumas definições de termos-chave para conduzir a regulação proposta. Dentre esses termos, destacavam-se as definições de “*swap*”, “*security-based swap*”, “*swap dealer*”, “*major swap participant*”, entre outros. A CFTC ainda adicionou alguns itens do Título VII que requerem regulamentação, além das 386 antes determinadas, sendo assim, o total de regras a serem estabelecidas pelos reguladores aumentou para 400.

Julho de 2011 marcou o primeiro “aniversário” da assinatura da lei Dodd-Frank, e por causa do marco, o mês foi repleto de análises e relatórios sobre a polêmica lei, divulgados pela mídia especializada, por empresas de consultoria e por órgãos governamentais. O escritório de advocacia Davis Polk & Wardwell LLP (2011) fez uma análise quantitativa do processo de implementação e destacou alguns pontos relevantes na discussão da lei. Primeiramente, apontou a dificuldade dos reguladores em cumprir os prazos propostos pela lei: de 26 prazos perdidos até junho, o número disparou para 130 atrasos no calendário de implementação. Na verdade, isso ocorreu pelo fato de que 122 regulamentações tinham prazos a vencer em julho. Importante destacar, entretanto, que a grande maioria das regras em atraso estavam na fase de comentário

público, ou seja, sua execução estava em andamento. Os reguladores em maior atraso com o calendário eram, como já destacado anteriormente, a SEC e a CFTC, ambos com mais de metade de suas obrigações fora de prazo. Os reguladores bancários, Fed e FDIC, não apresentavam grandes problemas, pelo fato de que grande parte de suas regulamentações deveriam ser colocadas em prática em prazos mais longos.

O relatório do Davis Polk (2011) faz algumas análises sobre o problema com as datas. Na prática, o atraso pode ser benéfico de um certo ponto de vista, no sentido que pode significar que os reguladores estão abrindo mão da rapidez na implementação para criar regras e procedimentos com mais qualidade. Embora isso seja apenas uma suposição, uma justificativa plausível para os atrasos é que na criação da lei Dodd-Frank, os legisladores não foram eficientes no planejamento das ações. Segundo o relatório, alguns dos prazos se mostraram aleatórios e tinham um caráter simplesmente de reação a pressão popular para mudanças na regulação.

Mais um problema encontrado pelos reguladores durante o processo de implementação foi, como já destacado, a carga de trabalho demandada. Tanto o número de funcionários quanto o orçamento da SEC e da CFTC foram insuficientes para acompanhar o ritmo imposto pela lei Dodd-Frank, já que, com a reforma, tiveram e ainda terão mais importância na regulação do sistema financeiro norte-americano. Um exemplo da demanda de trabalho para essas duas Comissões é o número de reuniões com diferentes *players* do mercado que ocorreram durante os dois primeiros trimestres de implementação da lei: 1700. A CFTC foi a que mais participou de reuniões, isso porque todas as suas requisições de regulamentações relacionadas ao título VII tinham vencimento em julho de 2011. Da SEC, que também participou de um grande número de reuniões, era esperado ainda mais trabalho para os trimestres seguintes, uma vez que suas requisições de regulamentação estavam além do título VII.

Finalmente, o Davis Polk (2011) ainda coloca o peso dos recursos requisitados pelos reguladores como um empecilho para a implementação futura da lei. Em uma análise dos dados divulgados pelo *Government Accountability Office* (GAO) sobre os orçamentos estimados para as agências reguladoras do ano seguinte, foi feita a constatação de que não apenas recursos humanos e financeiros seriam necessários, mas também infraestrutura e tecnologia. O grande problema para a SEC e a CFTC é que elas não podem se autofinanciar e dependem do orçamento público para funcionar. Além das agências já existentes, a lei Dodd-Frank ainda impõe a criação de novas agências. Exatamente no mês de julho de 2011, entrava em funcionamento o Escritório de

Proteção Financeira ao Consumidor (*Consumer Financial Protection Bureau* – CFPB), seu orçamento esperado para 2012 era de US\$ 329 milhões, ou seja, 10% do orçamento do Fed. Ainda sobre as agências a serem criadas, o departamento do Tesouro também aumentaria o orçamento no ano seguinte devido a criação do Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council* – FSOC) e do Escritório de Pesquisa Financeira (*Office of Financial Research* – OFR).

A empresa de consultoria Ernst & Young (2011) divulgou também um relatório em razão da data especial sobre a reforma da regulação nos Estados Unidos. Dentre os pontos destacados pela consultoria, estava o conflito entre a maioria Republicana na *House of Representatives* e a maioria Democrata no Senado e que, apesar das diferenças, a lei Dodd-Frank não corria riscos de ser repelida e representava, de fato, uma mudança no sistema financeiro norte-americano. Sendo assim, a Ernst & Young (2011) fez alguns comentários acerca dessas transformações:

- Programa de delatores (*whistleblowers*) da SEC: uma das regras mais polêmicas aprovadas pela SEC oferece prêmios a indivíduos que denunciam práticas ilegais de instituições financeiras à Comissão. Um problema apontado pela publicação é que medo de denúncia pode fazer com que as grandes corporações não divulguem informações importantes a comitês de auditoria ou auditores externos, podendo colocar em risco a assertividade de relatórios financeiros. Sendo assim, a sugestão é que as empresas considerem mudanças nas políticas internas e criem processos que incentivem a investigação interna.
- Remuneração de executivos: a partir de determinação da Dodd-Frank, os relatórios para investidores deverão conter, numa frequência de um, dois ou três anos, uma resolução para que os investidores possam votar se estão de acordo ou não com a remuneração de alguns diretores das empresas (*say-on-pay*). De modo similar, deve haver também uma resolução para que os investidores opinem sobre os *golden parachutes*⁵. Sobre isso, a E&Y (2011) recomendou que mesmo as empresas que obtiveram entre 50% e 80% de apoio dos investidores sobre sua política de remuneração, deveriam revisá-las.

⁵ Remuneração oferecida a executivos no caso de serem demitidos após um processo de take-over ou M&A.

- Estrutura de liderança: outra regra que afeta as grandes corporações norte-americanas é a obrigação dos relatórios para investidores conterem justificativas para a escolha do CEO. Além disso, uma decisão, pendente naquele momento, mas que já atraía atenção, era a relacionada ao *proxy access*, ou seja, à possibilidade de que acionistas que possuíssem 3% de ações, em pelo menos 3 anos consecutivos, pudessem indicar nomes para a liderança da empresa.

Outra análise importante divulgada no mês de julho de 2011 saiu das mãos do Comitê de Serviços Financeiros (*Financial Services Committee – FSC*) da *House of Representatives*. Importante lembrar que esse setor do Congresso era dominado pelo partido Republicano, que se mostra contrário à implementação da regulação proposta pela lei Dodd-Frank. Sendo assim, o relatório é bastante crítico quanto à efetividade da lei e revela um novo ponto de vista sobre o processo. O primeiro ato do relatório é analisar a implementação segundo os “princípios de Geithner”, se referindo ao discurso do Secretário do Tesouro, Timothy Geithner, em agosto de 2010, que apontou seis princípios sob os quais seria executada a reforma.

O primeiro, que já foi tratado no presente capítulo e também é criticado pelos Republicanos, é o compromisso com a velocidade. É mais uma vez destacada a pressão sobre a SEC e a CFTC para cumprir os prazos determinados pela Dodd-Frank, especialmente em se tratando da regulação do mercado de derivativos. O segundo princípio exposto por Geithner era a promessa de total transparência do processo, com as agências fazendo consultas abertas durante o processo de elaboração das regulamentações. Sobre esse princípio, a crítica apontou um problema na regulamentação em torno da designação de instituições não-bancárias para supervisão mais intensa. Segundo o relatório do FSC, quando o FSOC divulgou a nota para comentário público sobre essa regra, ele ocultou detalhes presentes numa análise que correu somente dentro do Comitê sobre o assunto. Sendo assim, os membros da *House of Representatives* não esperavam toda a transparência anunciada pelo secretário do Tesouro em 2010.

O terceiro princípio presente no discurso de Geithner dizia respeito à simplificação das regras e não somente à criação de novas regulamentações que seriam adicionadas as já existentes. A crítica apontada foi a que segue:

“With upwards of 400 new Federal regulations to be promulgated under Dodd-Frank over the next several years, it is hard to place much credence in the Administration’s promise to “streamline and simplify” the regulatory framework. Indeed, in interviews conducted recently by the American Banker with numerous industry experts, no one could

identify a single financial regulation that has been repealed or simplified since the passage of Dodd-Frank almost a year ago.” (FINANCIAL SERVICES COMMITTEE, 2011, p. 6).

O quarto “princípio de Geithner” era o compromisso de corrigir a liberdade predatória e o abuso e excesso de risco, ao mesmo tempo em que não comprometessem a liberdade de competição e a inovação, essenciais para o desenvolvimento do país. Os fatores que impediam que esse princípio fossem cumpridos eram, por um lado, o fato de que muitos *players* do mercado financeiro não poderiam se focar em inovação e desenvolvimento no curto prazo, porque estariam ocupados adaptando seus negócios às novas exigências regulatórias. Por outro lado, o mercado de hipotecas, e portanto grande parte do desenvolvimento do sistema financeiro e do crédito da economia norte-americana estaria comprometido devido a uma regulamentação imposta pela seção 941 da lei Dodd-Frank, que exige retenção de 5% do risco de crédito em ativos que securitizarem. A restrição estaria no fato de que se o *pool* de ativos colaterais contivesse apenas hipotecas residências qualificadas (*qualified residential mortgages – QRMs*), a retenção não seria necessária. Assim, as instituições financeiras estariam inclinadas a liberar hipotecas somente para um público restrito, além do fato de que as GSEs Fannie Mae e Freddie Mac e a *Federal Housing Administration* (FHA) ganhariam grande parte do mercado, criando uma competição desigual para as instituições privadas.

O quinto dos “princípios de Geithner” garantia que, através da lei Dodd-Frank, os bancos norte-americanos estariam preparados para competir com os bancos estrangeiros a um nível mundial. A crítica principal pairava sobre a sombra da regra de Volcker, que embora ainda não tivesse sequer sido aberta para comentários, já preocupava os devotos do setor privado. De acordo com o *Financial Services Committee* (2011), nenhum outro, país até então, havia demonstrado a tendência de restringir suas instituições financeiras de modo semelhante aos Estados Unidos, mesmo com a afirmação, por parte da administração Obama, de que a tendência era a dos outros países seguirem o exemplo norte-americano. Finalmente, o sexto princípio era trazer ordem e coordenação ao processo regulatório, para que as agências trabalhassem em favor umas das outras e não contra. A crítica, aqui, aponta para a ineficiência do FSOC em coordenar a política regulatória, uma vez que, desde a assinatura da lei, o Conselho havia se reunido apenas cinco vezes. Além disso, o enorme número de novas regulações e a criação de novas agências

regulatórias, além das já existentes, não traziam qualquer coerência à “sopa de letrinhas” das regulação financeira.

Além do ataque direto à administração Obama, o relatório do Financial Stability Council (2011), ainda aponta alguns outros grandes temas problemáticos na implementação da Dodd-Frank. O chamado *compliance cost*, ou o custo de conformidade, que é o custo das instituições privadas afetadas pela reforma para se adaptar às novas exigências. Em uma pesquisa apontada pelo documento, era estimado uma quantidade de 2.260.631 horas de trabalho a mais por ano por causa da nova regulamentação. Bancos comunitários e uniões de crédito deverão investir grande parte de seus orçamentos no processo de adequação, ao invés de emprestar para pequenas empresas e consumidores.

Partindo de um horizonte mais otimista com relação à lei Dodd-Frank, o presidente do Fed, Ben Bernanke, em depoimento oficial em 21 de julho de 2011 (BERNANKE, 2011), fez algumas observações sobre como o processo de implementação estava ocorrendo. Primeiro, falou sobre o FSOC, cujas atividades estavam em plena operação. Também afirmou que a presença do novo Comitê havia criado uma atmosfera positiva de consulta e coordenação entre as outras agências reguladoras. O Comitê também estaria avançando com seus compromissos de criação de regulamentações, especialmente àquelas relacionadas a identificação das SIFIs. Com relação ao Fed, Bernanke (2011) apontou que haviam sido feitas mudanças organizacionais para que a abordagem macroprudencial da regulação pudesse ser promovida. Sendo assim, foram estabelecidos, dentro do Fed, grupos de trabalho nos níveis mais altos de hierarquia para supervisionar a regulação dos grandes bancos. Além disso, foi criado ainda o *Office of Financial Stability Policy and Research*, que serviria como conexão com o Conselho. A citação a seguir resume o posicionamento dos reguladores em relação à lei Dodd-Frank:

“To be sure, any sweeping reform comes with costs and uncertainties. In implementing the statute, the Federal Reserve is committed to the promulgation of rules that are economically sensible, appropriately weigh costs and benefits, protect smaller community institutions, and, most important, promote the sound extension of credit in the service of economic growth and development. A full transition to the new system will require much more work by both the public and private sectors, and no doubt we will learn lessons along the way. However, as we work together to implement financial reform, we must not lose sight of the reason that we began this process: ensuring that events like those of 2008 and 2009 are not repeated. Our long-term economic health requires that

we do everything possible to achieve that goal.” (BERNANKE, 2011, s/n).

3.2 – O segundo ano

Após o descumprimento de mais de 100 prazos no mês de julho de 2011 e as baixas perspectivas após o primeiro ano de implementação da lei Dodd-Frank, pouco se avançou no mês de agosto de 2011. Apenas nove novas regras foram finalizadas, dentre as quais, quatro que estavam atrasadas, e três novas propostas foram abertas para comentários. Era esperado, entretanto, que nos próximos meses se observasse uma maior movimentação por parte dos reguladores bancários, isto é, o Fed e o FDIC, já que regulamentações em torno dos planos de resolução das SIFIs e da regra de Volcker estavam com prazos a vencer. Outro ponto importante é que, embora criado há pouco tempo, o CFPB já havia finalizado cinco regulamentações e se mostrava mais eficiente do que outras agências.

Um fato relevante ocorrido em agosto de 2011 entretanto, foi o anúncio por parte da FDIC (2011) de dois funcionários essenciais em cargos de liderança dentro da agência: as cadeiras do Escritório de Instituições Financeiras Complexas (*Office of Complex Financial Institutions* – CFI) e da Divisão de Proteção ao Consumidor e ao Depositário (*Division of Depositor and Consumer Protection* – DCP). Duas novas organizações criadas dentro da FDIC para auxiliar nas novas responsabilidades como reguladora. Neste mês, outro destaque relevante foi o pronunciamento do Departamento de Estado (DEPARTMENT OF STATE, 2011) norte-americano em relação a seção 1502 da lei Dodd-Frank, que trata dos minerais de conflito (*conflict minerals*). Embora fuja do escopo de regulação financeira, a regulamentação obriga empresas a emitirem um relatório sobre a origem de suas matérias-primas minerais (ouro, coltan, estanho e tungstênio) comprovando que não são originárias da região de conflito da República Democrática do Congo. O Departamento de Estado já recomendava às empresas que reformulassem seus setores de *supply chain* para se adequar a essas exigências, que já estavam em fase de comentários públicos através de emissão da SEC.

Setembro de 2011 marcou a finalização de um regulamento importante para as grandes instituições financeiras norte-americanas: os planos de resolução (*living wills*) são formalizados pela FDIC. Outra decisão importante saiu da SEC (SCHAPIRO, 2011), que se recusou a rever a lei de *proxy access* após um apelo por parte da Câmara do Comércio dos

Estados Unidos. No total, o mês de setembro viu a aprovação de três novas regras e a emissão de uma outra para comentário público.

O mês seguinte, outubro de 2011, era outro marco na implementação da lei Dodd-Frank porque 37 prazos venceriam naquele mês. Nenhuma das regulamentações que deveriam entrar em vigor o fizeram, aumentando o número de regras atrasadas para 154 (sendo que 28 delas ainda nem tinham sido propostas). Mesmo assim, 10 outras regras foram finalizadas neste mês e mais 30 foram propostas para comentário público. Dentre esses avanços, se destacaram: a proposição conjunta da FDIC, Fed, OCC e SEC da regra de Volcker (CFTC ainda não havia liberado sua proposta), a re-proposição da regra de designação de SIFIs pelo FSOC, a proposição do registro de *security-based swap dealers* e *major security-based swap participants* pela SEC. A CFTC pediu uma extensão de seu hiato em relação aos compromissos com a criação de regulamentos do título VII para julho de 2012. Por outro lado, finalizou a regra de regulação das organizações de liquidação de derivativos, combinando algumas propostas em um regulamento de 485 páginas.

Sobre a proposta para a regra de Volcker, alguns pontos podem ser destacados. Em primeiro lugar, a proposta requeria programas de adequação para os bancos, isto é, eles deveriam desenvolver internamente um programa que monitorasse as atividades em carteira própria e que estaria sujeito a supervisão dos reguladores. A intenção era que essas políticas internas auxiliassem os reguladores a coordenar as proibições impostas pela regra Volcker. Outro ponto a destacar foi o fato de que, embora os bancos não pudessem se engajar em *proprietary trading*, a lei não proibia que essas instituições recebessem recompensas no caso de oferecerem consultoria para fundos de investimento sobre como investir (MARK, 2011a).

Novembro de 2011 foi um mês com pouquíssimos avanços no processo, tendo somente três novas regras propostas. Entretanto, dois desenvolvimentos importantes podem ser destacados no mês. Em primeiro lugar, a SEC divulgou seu primeiro relatório (SEC, 2011) sobre a política de delatores (*whistleblowers*), cumprindo a nova regulamentação exigida pela lei Dodd-Frank. Em apenas sete semanas, a Comissão recebeu 334 denúncias, sendo que as categorias tratadas eram, em ordem de relevância, manipulação de mercado, prática de fraudes e divulgação de informações financeiras e corporativas. Em segundo, o CFPB indicou o início de um estudo em torno de empréstimos privados para estudantes (MARK, 2011b). O escritório começava,

assim, a cumprir sua função de supervisionar as práticas das instituições financeiras e proteger os consumidores norte-americanos, tratando de um tópico muito polêmico no país.

Terminando o ano de 2011, das 400 novas regulamentações impostas pela lei Dodd-Frank, 200 não haviam sido finalizadas no prazo esperado. Apesar do atraso, 51 foram finalizadas ainda em 2011, de forma que o total de regras atrasadas era de 149. Num espectro mais positivo, pode-se dizer que das 400 regras, 86 foram finalizadas em 2011 e 155 estavam na fase de comentários públicos, ou seja, já haviam sido propostas até o fim daquele ano. Dos avanços especificamente do mês de dezembro, doze regras foram finalizadas e sete novas foram propostas. Dentre as finalizações, estavam a esperada regulamentação do Fed para a melhoria dos padrões prudenciais e requerimentos de remediação precoce para *holdings* bancárias e SIFIs. A CFTC também aprovou as versões finais dos regulamentos de divulgação e manutenção de dados de *swaps*.

O início de 2012 também não mostrou boas perspectivas para a implementação da lei Dodd-Frank. Em janeiro, somente seis novas regras foram finalizadas e nove novas foram propostas. A CFTC foi responsável pela aprovação dos regulamentos finais sobre a conduta de negócios e os registros dos *swap dealers* e dos *major swap participants*. Três meses depois das outras agências reguladoras, a Comissão finalmente propôs a sua parcela de regulamentações em torno da regra de Volcker. Entretanto, em discurso oficial, o *chairman* da CFTC, Scott O'Malia (2012), considerou que o regulamento proposto para esse item, lançado em conformidade com as outras agências, era extremamente complexo tanto para as firmas reguladas quanto para os reguladores. O'Malia (2012) comparou a complexidade da regra com uma “máquina Rube Goldberg”⁶.

O regulador que se mostrou mais engajado em seus afazeres, no entanto, foi o CFPB. Após a nomeação de seu novo líder, Richard Conray, pelo presidente Barack Obama durante um recesso do Senado, que era contrário à nomeação (PFEIFFER, 2012), o Escritório lançou seu Programa de Supervisão de não-bancos. Essa nova tarefa não estava listada na versão final da lei Dodd-Frank, porém foi considerada necessária pelos responsáveis. Dentre as instituições incluídas nessa supervisão estavam companhias de hipoteca, *payday lenders* e firmas de empréstimos para educação. As atividades esperadas do programa eram a condução de exames individuais e a requisição de relatórios para avaliar a intensidade com que determinadas

⁶ Uma máquina com engenharia deliberadamente exagerada que executa uma tarefa simples de uma forma muito confusa.

instituições deverão ser reguladas. Uma abordagem parecida com a empregada nas firmas bancárias (CFPB, 2012).

Pouco avanço na implementação também no mês de fevereiro de 2012: seis regras finalizadas e duas propostas divulgadas. O quadro de atrasos, ao final do mês, havia, no entanto, diminuído, passando de 164 para 158 regras em desconformidade com o prazo. O mês de março não foi tão diferente quanto ao processo de execução de regulamentações, somente uma foi finalizada, referente às responsabilidades do Escritório de Inclusão de Minorias e Mulheres da *National Credit Union Administration* (NCUA). Por outro lado, o mês foi importante, pois marcou a divulgação do primeiro teste de estresse executado pelo Fed e do plano de *framework* estratégico do Escritório de Pesquisa Econômica (OFR), ou seja, um passo a frente para os reguladores bancários. O CFPB continuou seu trabalho intenso e passou a coletar reclamações sobre os empréstimos estudantis.

Em abril de 2012 um grande avanço no estabelecimento das regras contidas no título VII da lei Dodd-Frank: a SEC e CFTC, finalmente, enviaram as versões finais dos regulamentos que definem os termos “*swap dealer*”, “*security-based swap dealer*”, “*major swap participant*”, “*major security-based swap participant*” e “*eligible contract participant*”. Essas definições eram fundamentais para que a supervisão dos mercados de derivativos pudesse entrar em prática. Além disso, a FDIC e o Tesouro liberaram a versão final para a regra que limita a obrigação máxima sob a qual a FDIC deve liquidar uma instituição financeira coberta. O FSOC, por sua vez, também divulgou a versão finalizada do regulamento que determina quando uma instituição financeira não-bancária se torna uma SIFI. Do lado de outros *players* do mercado, uma notícia divulgada pela Reuters (HERBST-BAYLISS & WATCHEL, 2012) aponta que alguns *hedge funds* começaram a ver algumas vantagens na reforma promovida pela lei Dodd-Frank. Segundo os profissionais do setor, a obrigação de registro na SEC poderá abrir portas para novos clientes, tornando os *hedge funds* uma opção de investimento mais *mainstream*.

No mesmo mês, entretanto, os reguladores receberam um golpe inesperado por parte do setor privado, que é contrário à reforma. A Câmara de Comércio norte-americana e o *Business Roundtable* ganharam um processo contra a SEC, alegando falta de análises custo-benefício na implementação da regra de *proxy-access*. O processo foi julgado pela *US Court of Appeals for the District of Columbia Circuit*, que é apontada pelo editor do periódico *Washington Monthly*, Paul Glastris (2012) como *corporate-friendly*. Essa perda judicial gerou preocupação nas agências

reguladoras quanto à efetividade dos regulamentos e de todo o trabalho que estavam tendo com a reforma.

Seguindo a linha do tempo, o mês de maio de 2012 teve duas novas regulamentações finalizadas. Uma por parte do Departamento do Tesouro, estabelecendo as instruções para a aferição de taxas em *holdings* bancárias e certas instituições não-bancárias. A outra por parte do Fed, que delimita os procedimentos sob os quais *securities holding companies* podem escolher serem supervisionadas por ele. Outro desenvolvimento importante foi a divulgação da auditoria do BCFP pelo *Government Accountability Office* (GAO, 2012), que apontou sete problemas de controle interno da agência.

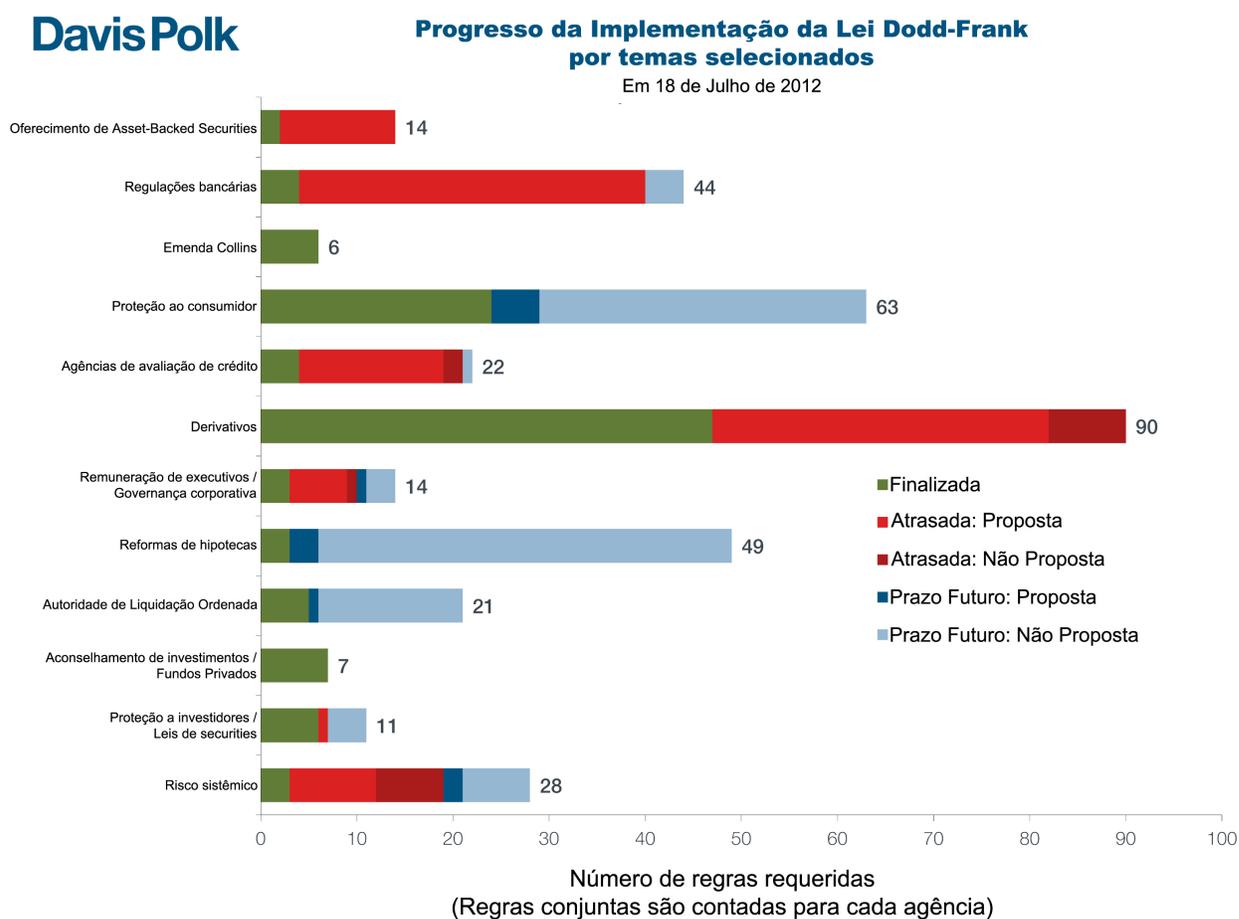
Um mês antes de completar dois anos, a lei Dodd-Frank ainda via poucos avanços em sua implementação. No mês de junho de 2012, nove regulamentações foram finalizadas. A FDIC, o Fed e o OCC liberaram uma regra conjunta sobre padrões de risco do mercado de capital. Além disso, a FDIC e o Tesouro finalizaram a regulamentação do teto de empréstimo da *Orderly Liquidation Authority*. Duas regras foram propostas. Dessas, se destaca a relacionada à implementação de Basileia III, emitida em conjunto pela FDIC, Fed e OCC. A SEC, por sua vez, emitiu um “guia” sobre as exigências finalizadas do título VII, de regulação de derivativos. A Comissão procurava receber comentários sobre a regulação determinada até então, porque planejava divulgar as regras finais desse tópico num futuro próximo. Outra ação importante da SEC foi a criação do Escritório de Avaliação de Crédito (*Office of Credit Ratings – OCR*), para supervisionar as agências de classificação de risco, e o anúncio do diretor, Thomas Butler, que possui larga experiência de trabalho no setor (SEC, 2012).

Julho de 2012 foi mais um marco para a lei Dodd-Frank. Ao completar dois anos de vida, ela recebeu atenção de vários estudos que davam diferentes perspectivas sobre seus desdobramentos. Seguindo o padrão estabelecido no presente capítulo, a primeira grande análise a ser observada é a feita pelo Davis Polk (2012), que mostra uma visão quantitativa dos desenvolvimentos da lei. Em 18 de julho de 2012, 123 regras haviam sido finalizadas, isso correspondia a 30,6% do total necessário para completar a implementação: 134, ou 33,7%, estavam já haviam sido propostas, ou seja, estavam em fase de comentários públicos, e o restante, 141 regulamentos ou, 35,4%, não haviam sido propostos. Quanto aos atrasos, 136 regras não cumpriram o prazo estabelecido, porém, 117 dessas já haviam sido, pelo menos, propostas. O regulador menos eficiente, isto é, com mais regulamentações em atraso era a SEC (50 em 95), e o

com mais regras finalizadas era a CFTC (41 em 60). Ainda assim, todos os reguladores possuíam regras em atraso.

Considerando os grandes temas tratados pela lei Dodd-Frank, o gráfico a seguir demonstra o quadro em julho de 2012:

Gráfico 1 – Progresso de Implementação da lei Dodd-Frank por temas selecionados



12

(Fonte: DAVIS POLK, 2012, p. 12; Tradução do autor)

Como se pode observar, o maior número de regras a serem estabelecidas tratavam de derivativos. Em números absolutos, de fato, este era o tema com mais regras finalizadas, mas também com maior número de atrasos. Outro ponto crítico é a regulação de bancos, que possuía poucas regulamentações finalizadas e uma quantidade muito grande de atrasos. As regras em torno de proteção ao consumidor estavam em ordem, mostrando a eficiência e o compromisso em

implementar a nova lei por parte do CFPB. No geral, entretanto, o quadro não era positivo quanto ao processo de implementação da lei Dodd-Frank.

Outros dados importantes expostos pelo Davis Polk (2012) estão relacionados à extensão dos regulamentos estabelecidos pela reforma. Em julho de 2010, Obama assinou a lei, que possui 848 páginas. Em julho de 2012, com pouco mais de 30% da legislação efetivamente posta em prática, já se somavam 8843 páginas de regras e regulamentações, uma relação de aproximadamente 10 páginas de regras para cada página de lei. Em se tratando dos grandes temas, 3363 páginas de regulamentações tratavam somente de derivativos. Para o setor privado, todas essas regras representam um acréscimo de 3244 novas tarefas, envolvendo áreas operacionais, de tecnologia, comerciais, legais e de registros.

Um estudo publicado pela *The Heritage Foundation* (KATZ, 2012) comenta o cenário pessimista de implementação da lei Dodd-Frank. A autora acusa a lei de falta de análise racional e consideração crítica. Segundo ela, os legisladores se equivocaram no diagnóstico da crise e ignoraram instituições importantes, como as GSEs *Fannie Mae* e *Freddie Mac*. Além disso, as falhas do estatuto e seus custos injuriosos se tornaram muito aparentes e, por isso, o Congresso deveria utilizar o terceiro ano da lei para resolver os problemas criados. Um dos pontos destacados foi a incerteza criada no mercado, com as instituições privadas atuando com grande cautela perante as novas, e confusas, exigências. Neste cenário, era esperado que os consumidores sofressem escassez de crédito, custos mais altos e poucas inovações em serviços financeiros. A criação de empregos iria sofrer.

O custo de adequação das firmas norte-americanas ainda era um ponto muito criticado pela oposição. Segundo Katz (2012), o fardo da regulação fez com que as avaliações de mercado de quinze dos maiores bancos mundiais fossem rebaixadas. Bancos comunitários suprimiam o crescimento para se manter abaixo do limite de ativos e impedir a regulação excessiva da Dodd-Frank. O resultado de tudo isso era o maior custo para os consumidores, já que o número de bancos oferecendo contas sem pagamento reduziu de 96%, em 2009, para 34,6% ,em 2011. Para Katz (2012), porém, o volume de regulação é apenas parte do problema. Segundo a autora, grande parte da lei Dodd-Frank é composta de colocações vagas ao invés de instruções específicas de regulação, formulando apenas que as agências podem escrever regras se determinarem que são necessárias e apropriadas.

Outra crítica ferrenha atingiu a regra de Volcker: como ficaria proibido o *proprietary trading*, os bancos sofreriam uma queda grande de rentabilidade, o que resultaria em custos ainda maiores para os clientes. Katz (2012) acredita que a regra deve ser suspensa e reexaminada e reformulada pelo Congresso. De modo similar, a emenda Durbin, que dá ao Fed o poder de controlar as taxas cobradas pelas financeiras, de comerciantes, pelo serviço de cartão de débito, também refletirá em queda de rentabilidade e altos custos para os consumidores. A pesquisadora atesta que a lei Dodd-Frank deve ser revogada inteiramente.

O estudo divulgado pelo *Center for American Progress* (ERICKSON, FUCILE & LUTTON, 2012), por outro lado, mostra um olhar bem mais otimista para a implementação da lei, expondo cinco melhoras obtidas pelo sistema financeiro:

- O consumidor possui um “cão-de-guarda”: o estabelecimento do CFPB foi um marco para a regulação norte-americana. A oferta de serviços financeiros passou a ser observada e controlada pela nova agência, impedindo que produtos confusos e, por vezes, enganosos prejudicassem o consumidor. Um exemplo da efetividade dessa agência foi a ordem, no mês de julho, para que a empresa Capital One Financial Corp. reembolsasse US\$ 140 milhões de dólares a dois milhões de consumidores além de uma multa de US\$ 25 milhões por má conduta de negócios. Outra tarefa importante do CFPB é a educação dos consumidores, como por exemplo, através da iniciativa “Know Before You Owe”, ou “saiba antes de dever”, que passou a simplificar o entendimento do sistema de hipotecas do país.
- Todas as instituições financeiras devem “jogar conforme as regras”: grande parte dos problemas da crise financeira foi consequência da ação de firmas não-bancárias. O estabelecimento do FSOC permitiu ao governo manter uma supervisão mais apertada sobre qualquer instituição financeira, bancária ou não, que considerar sistemicamente importante, conforme regulamento finalizado em abril de 2012.
- Requerimentos de capital mais elevados estavam em curso: de forma geral, a lei Dodd-Frank requer um aumento da reserva mínima de capital de todos os bancos. Porém, pretende elevar ainda mais os requerimentos para bancos com ativos maiores de US\$ 50 milhões. Essas medidas estavam em curso de implementação pelo Fed e, num futuro próximo, já entrariam em vigor. Ademais, os testes de estresse, já

executados e bem sucedidos, garantiam mais uma segurança para o sistema financeiro norte-americano.

- Uma nova autoridade para resolução de falências de instituições financeiras passou a existir: a lei Dodd-Frank deu a FDIC o poder de lidar com o processo de falência, também, de firmas não-bancárias sistemicamente importantes. Das regulamentações já em curso, a exigência da submissão de planos de resolução, ou *living wills*, contemplou, no mês de Julho, parte das 124 instituições que deverão enviar seus planos até o final de 2013. Espera-se que o novo esquema auxilie os reguladores a entenderem a complexidade de determinadas empresas e ajude a poupar danos aos contribuintes norte-americanos.
- Novas regras ajudam a controlar a remuneração de executivos: analistas de mercado constataram que medidas como o *say-on-pay* já estavam forçando algumas empresas, como a Hewlett-Packard, a rever suas políticas de compensação para evitar situações constrangedoras com seus *shareholders*.

Um ponto importante do processo de implementação da lei Dodd-Frank é explorado por uma matéria divulgada pelo jornal *The Boston Globe* (CALVAN, 2012) para o aniversário de dois anos da passagem da lei. A reportagem trata da interferências de lobistas nas decisões políticas da reforma. É apontado que a indústria financeira, a mais rica da história, vinha usando todos os seus recursos disponíveis para “retardar, atrasar, estripar e enfraquecer” o máximo de regras possíveis. O caso, já tratado nesse capítulo, do processo da *US Chamber of Commerce* contra a SEC é apenas um dos vários casos de favorecimento do setor privado. Desde julho de 2010, a indústria financeira havia colocado pelo menos 600 lobistas no serviço de influenciar as decisões políticas nas entidades governamentais, tendo gasto US\$ 302 milhões nestes esforços. A justificativa do setor privado passa longe da intenção de atrasar a implementação: seu intuito é prevenir a indústria financeira de consequências desconhecidas da “superregulação”.

O partido Republicano é o grande opositor das medidas no Congresso e a campanha presidencial, que estava em curso, tirou proveito das polêmicas em torno da lei para o lançamento do candidato Mitt Romney, que tinha a intenção de repelir completamente a lei Dodd-Frank. O balanço de poder no Congresso era, e ainda é, uma grande ameaça. Enquanto o partido Democrata lutava para que não fossem cortados os fundos das agências reguladoras, os

republicanos insistiam em reduzir os vultosos orçamentos necessários para a execução da reforma.

No mês de agosto de 2012, oito novas regras foram finalizadas, dentre as quais as sobre os “minerais de conflito”, finalizadas pela SEC. Nove outras regras foram propostas, sendo as mais relevantes, as emitidas pelo OCC, Fed, NCUA, FHFA e CFPB sobre avaliações de hipotecas de alto risco. A CFTC e a SEC divulgaram, em conjunto com a finalização do regulamento que define o termo *swap*, as primeiras datas-limite para adequação das atividades com esse tipo de derivativo (ENDRUND, 2012). O mês de setembro de 2012 não marcou a finalização de nenhuma nova regulamentação e, ao contrário, representou a anulação de quatro requerimentos pela *US District Court for the District of Columbia*. Em outubro de 2012, os regulamentos finais sobre os testes de estresse foram divulgados pelo reguladores bancários, num total, seis novas regras foram estabelecidas.

Assim, o ano de 2012 não representou muitos avanços na implementação da reforma regulatória, no sentido que pouco mais de um terço das regras necessárias para a total implementação estão finalizadas. Por um lado, é importante destacar que as agências responsáveis pela regulação do mercado de derivativos apresentaram medidas importantes para a saúde financeira dos Estados Unidos, e isso já altera completamente o cenário do mercado em relação a dois anos atrás. No entanto, tópicos importantes como regulação bancária e agências de avaliação de risco ainda estão muito defasados em seus cronogramas de implantação. Isso sem contar com a tão polêmica regra de Volcker, cujas diversas regulamentações envolvidas ainda passam pela fase de comentários e precisam passar por inúmeras aprovações e conflitos de interesses. O que pode se esperar, entretanto, é um avanço contínuo, porém lento, do processo de implementação, especialmente após a vitória do presidente Barack Obama nas eleições de 2012.

Conclusão

A crise financeira de 2007/2008 evidenciou uma problemática importante do sistema financeiro norte-americano: a ineficiência dos reguladores de prever as consequências que as posições de alto risco tomadas pelas instituições financeiras trariam à economia do país. Sendo assim, a aprovação da lei Dodd-Frank foi resultado, principalmente, dessa necessidade de “prever o futuro” e impedir que uma nova crise aconteça. A escolha de intensificar a regulação sobre as instituições e estender a supervisão para *players* antes negligenciados foi o caminho decidido pelos legisladores para a reforma regulatória. A grande dúvida que temos, sabendo disso, é se tal escolha, a aprovação da lei Dodd-Frank, significa, de fato, um avanço para o sistema de regulação dos Estados Unidos.

Após as informações apresentadas no capítulo, uma metáfora interessante pode ser feita em respeito à lei Dodd-Frank. Há uma história indiana sobre um príncipe, que convida cinco cegos de nascença a seu palácio e os coloca próximos a um elefante. Um a um, o príncipe os leva a apalpar uma parte diferente do animal, depois, pede que descrevam para ele o que é o elefante. O cego que apalpou a barriga descreve o elefante como uma grande panela, o que apalpou a cauda discorda, diz que um elefante é como uma vassoura. O terceiro, por sua vez, havia apalpado a orelha e diz que o animal se parece com um grande leque. Enfim, podemos dizer que a lei Dodd-Frank é o elefante, e os cegos são as instituições afetadas pela sua implementação. Cada parte enxerga a lei da forma que pode. Isso acontece porque não há uma unificação de regras, não há uma simplificação do sistema de regulação. Cada uma das partes da lei Dodd-Frank diz respeito a uma prática ou instituição diferente. Tenta-se, de certa forma, “atirar para todos os lados” e o que se consegue é uma interpretação viesada sobre os efeitos da reforma.

A grande crítica do sistema de regulação financeira dos Estados Unidos antes da crise financeira de 2008 estava no fato de que ele era composto por várias agências que atuavam em âmbitos diferentes e estavam especializadas em determinados segmentos de mercado, enquanto outros eram esquecidos. A lei Dodd-Frank não muda muito esse quadro. A regulação ainda depende de várias agências, dentre elas, o Fed, a SEC, a CFTC, o OCC, além de novas agências terem sido criadas, como o FSOC e o CFPB. Além disso, quando a lei “simplifica” a regulação, o que faz, de fato, é sobrecarregar o trabalho dessas entidades sem condições políticas de oferecer a elas recursos necessários para executá-los. O grande elefante Dodd-Frank oferece ainda um

pesado custo às instituições privadas para adaptarem-se às novas exigências e oferece uma barreira a pequenas empresas e novos entrantes no setor financeiro, que não podem arcar com custos elevados.

É claro que, olhando de um outro espectro, como na história, a lei trás enormes benefícios aos consumidores norte-americanos, através do CFPB. Também amplia a supervisão macroprudencial sobre o país, dando condições melhores para prever crises e constranger ações arriscadas por parte do setor privado. A supervisão dos mercados de balcão e dos instrumentos derivativos também são muito positivas e inauguram uma nova era de regulação para esses mercados. Estabelece-se também um exemplo para os outros países seguirem.

O grande problema entretanto, está na força dos reguladores. Ao invés de simplesmente dizerem “não” ao setor privado e implementarem leis claras e diretas, acabam por cooperar com lobistas e criam essa exceção ou aquele esclarecimento, que é adicionado à, já enorme, massa de novas regras. A complexidade estabelecida pela interação público-privada é a grande vilã por trás do *compliance cost*, que tanto assusta o setor privado, e da falta de mão-de-obra que assombra os reguladores. Sem contar com a influência nos atrasos de implementação. O que se necessita, nos Estados Unidos, é uma regulação que responda somente ao interesse público, e não àquele lobista ou a este senador. De fato, uma regulação assim é uma utopia, mas um passo primordial nesse sentido poderia ser escrever regras mais simples e, por que não, claras também para o grande público.

Finalmente, podemos concluir atestando que sim, a lei Dodd-Frank é um avanço para a regulação financeira norte-americana. Porém, sua execução é falha e peca pelo excesso. A formalização da lei se deu num momento de forte reação contra o setor privado e foi feita às pressas, estabelecendo prazos pouco planejados e regras pouco claras. Nos anos subsequentes a sua assinatura, os reguladores, diante da enorme lei, passaram a receber *inputs* de diferentes *players* do mercado, oferecendo interpretações e necessidades diversas. Assim, os reguladores tem tentado fazer com que o grande elefante seja ao mesmo tempo uma panela, uma vassoura e um leque, criando um sistema confuso e pouco eficiente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS (ANBIMA). A reforma financeira norte-americana: a lei Dodd-Frank. **Perspectivas**, ANBIMA, Rio de Janeiro, 2011.

BERNANKE, Ben S. Dodd-Frank Act. **Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs**, U.S. Senate, Washington, D.C., July 21, 2011. Disponível em: < <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20110721a.htm> >.

CALVAN, Bobby. **Two years later, Dodd-Frank law is largely stalled**. The Boston Globe, Boston, US, 16/07/2012. Disponível em: < <http://www.bostonglobe.com/news/nation/2012/07/15/two-years-after-signing-dodd-frank-wall-street-law-key-provisions-await-implementation/PnfYLtQM77pRJI5taxfMcN/story.html> >.

CARVALHO, Fernando Cardim de. Entendendo a recente crise financeira global. **Dossiê da crise I**, Associação Keynesiana Brasileira, Rio Grande do Sul, 2010.

CINTRA, Marcos Antonio M. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)**. 18/12/1997. 317 pgs. Tese – Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 18/12/1997.

CINTRA, Marcos A.; FARHI, Maryse. A crise financeira e o *global shadow banking system*. **Novos Estudos n. 82**, CEBRAP, São Paulo, 2008.

CINTRA, Marcos A.; FARHI, Maryse. A arquitetura do sistema financeiro internacional contemporâneo. **Revista de Economia Política**, vol. 29, n. 3, São Paulo, julho-setembro, 2009.

COLEMAN, William D. The United States: Booting the Ball?. **Financial Services, Globalization and Domestic Policy Change: A comparison of North America and the European Union**, International Political Economy Series, MacMillan, 1996.

CONSUMER FINANCIAL PROTECTION BUREAU (CFPB), **Consumer Financial Protection Bureau launches nonbank supervision program: federal agency to oversee nonbanks for the first time**. Disponível em: < <http://www.consumerfinance.gov/pressreleases/consumer-financial-protection-bureau-launches-nonbank-supervision-program/> >, 05/01/2012.

DAVIS POLK & Wardwell LLP. One-Year Progress Report. **Davis Polk Webcast Series – Dodd-Frank: One Year Later**. Disponível em: < http://net.davispolk.com/doddfrank/07_22_11_Dodd%20Frank.wmv >, julho de 2011.

DAVIS POLK & Wardwell LLP. Dodd-Frank Two-Year Anniversary Progress Report. **Dodd-Frank Rulemaking Progress Report**. Disponível em: < <http://www.davispolk.com/files/Publication/15a76992-d82a-4d15-a2db->

fcde9effc3d0/Presentation/PublicationAttachment/b82f9d23-0edc-49eb-af02-ff97ff34bd56/071812_Dodd.Frank.Progress.Report.pdf >, julho de 2012.

DEOS, Simone Silva de. O novo acordo de Basileia nos Estados Unidos. In: ANDRADE, Rogério (org.); MENDONÇA, Ana Rosa (org.). **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia**. IE/Unicamp, Campinas, SP, 2006.

DEOS, Simone Silva de. A regulação do sistema financeiro após a crise. **As transformações do sistema financeiro internacional**, IPEA, Brasília, 2012.

UNITED STATES DEPARTMENT OF STATE. **Statement concerning implementation of section 1502 of the Dodd-Frank legislation concening conflict minerals due diligence**. Disponível em: < <http://www.state.gov/documents/organization/168851.pdf> >, Washington, DC, 2011.

DYMSKI, Gary. A Eficiência Social e a Regulação Bancária: lições da experiência americana. In: SOBREIRA, Rogério (org.); PRATES, Daniela Magalhães (org.); CANUTO, Otaviano (org.). **Regulação Financeira e Bancária**. Ed. Atlas, São Paulo, SP, 2005.

ENDRUND, Nate. **Publication of “swap” definition finalizes compliance dates**. The Dodd-Frank Blog. Leonard, Street and Deinard LLP, Washington, DC, 13/08/2012. Disponível em: < <http://dodd-frank.com/publication-of-swap-definition-finalizes-compliance-dates/> >.

ERICKSON, Jennifer; FUCILE, Tamara; LUTTON, David. **Dodd-Frank Financial Reform After 2 Years: 5 successes and 5 things that will make our markets stronger**. Center for American Progress, 20/07/2012. Disponível em: < <http://www.americanprogress.org/issues/regulation/report/2012/07/20/11910/dodd-frank-financial-reform-after-2-years/> >.

ERNST & YOUNG LLP. **Dodd-Frank Act one-year anniversary: key points for companies beyond the financial services sector**. Ernst & Young, julho de 2011. Disponível em: < [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/DoddFrank_FV0012_July2011/\\$FILE/DoddFrank_FV0012_July2011.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/DoddFrank_FV0012_July2011/$FILE/DoddFrank_FV0012_July2011.pdf) >.

FARHI, Maryse. **O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros**. 02/06/1998. 309 pgs. Tese – Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 02/06/1998.

FARHI, Maryse. Crise Financeira e reformas da supervisão e regulação. **Texto para Discussão 1581**, IPEA, Brasília, 2011.

FINANCIAL SERVICES COMMITTEE, **One year later: the consequences of the Dodd-Frank Act**. Financial Services Committee, Washington, DC, 2011. Disponível em: < <http://financialservices.house.gov/uploadedfiles/financialservices-doddfrank-report.pdf> >.

GUTTMANN, Robert. **How credit-money shapes the economy: the United States in a global system**. M.E. Sharp, New York, US, 1994.

GUTTMANN, Robert. Basileia II: Uma nova estrutura para a regulação da atividade bancária global. In: ANDRADE, Rogério (org.); MENDONÇA, Ana Rosa (org.). **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia**. IE/Unicamp, Campinas, SP, 2006.

GLASTRIS, Paul. Your handy guide to gutting down Dodd-Frank after the fact. **Political Animal Blog**. Washington Monthly, Washington, DC, 19/04/2012. Disponível em: < http://www.washingtonmonthly.com/political-animal-a/2012_04/your_handy_guide_to_gutting_do036779.php >.

GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE (GAO). **Impact of the Dodd-Frank Act depends largely on future rule makings**. Government Accountability Office, Washington, DC, 13/09/2012. Disponível em: < <http://www.gao.gov/products/GAO-12-881> >.

HERBST-BAYLISS, Svea; WATCHEL, Katya. **Hedge funds see silver lining in Dodd-Frank law**. Reuters, New York, US, 12/04/2012. Disponível em: < <http://www.reuters.com/article/2012/04/12/us-hedgefunds-registration-idUSBRE83B1JM20120412> >.

KREGEL, Jan. Regulação financeira dos Estados Unidos: lei Dodd-Frank de reforma de Wall Street e proteção ao consumidor na perspectiva atual e histórica. **As transformações do sistema financeiro internacional**, IPEA, Brasília, 2012.

KREGEL, Jan. O Novo Acordo de Basileia pode ser bem-sucedido naquilo em que o Acordo Original fracassou? In: ANDRADE, Rogério (org.); MENDONÇA, Ana Rosa (org.). **Regulação Bancária e Dinâmica Financeira: evolução e perspectivas a partir dos Acordos de Basileia**. IE/Unicamp, Campinas, SP, 2006.

KATZ, Diane. **Unhappy anniversary: Dodd-Frank hits the terrible twos**. The Heritage Foundation, Issue Brief #3670, USA, 17/07/2012. Disponível em: < <http://www.heritage.org/research/reports/2012/07/unhappy-anniversary-dodd-frank-hits-the-terrible-twos> >.

MARK, Ethan. **Proposed Volcker rule permits carried interests**. The Dodd-Frank Blog. Leonard, Street and Deinard LLP, Washington, DC, 17/10/2011 (a). Disponível em: < <http://dodd-frank.com/proposed-volker-rule-permits-carried-interests/> >.

MARK, Ethan. **CFPB inquires about student loans**. The Dodd-Frank Blog. Leonard, Street and Deinard LLP, Washington, DC, 17/10/2011 (b). Disponível em: < <http://dodd-frank.com/proposed-volker-rule-permits-carried-interests/> >.

O'MALIA, Scott. Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds. **Speeches & Testimony**. US Commodity Futures Trading Commission, Washington, DC, 11/01/2012. Disponível em: < <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/omaliastatement011112b> >.

PFEIFFER, Dan. **America's Consumer Watchdog**. The White House Blog. The White House, Washington, DC, 04/01/2012. Disponível em: < http://www.whitehouse.gov/blog/2012/01/04/americas-consumer-watchdog?utm_source=wh.gov&utm_medium=shorturl&utm_campaign=shorturl#.TwR6gWsyUNQ.twitter >.

SCHAPIRO, Mary. **Statement by SEC Chairman Mary L. Schapiro on Proxy Access Litigation**. US Securities and Exchange Commission, Washington, DC, 06/09/2011. Disponível em: < <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-179.htm> >.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Annual Report on the Dodd-Frank Whistleblower Program: Fiscal Year of 2011**. Securities and Exchange Commission, Washington, DC, 2011. Disponível em: < <http://www.sec.gov/about/offices/owb/whistleblower-annual-report-2011.pdf> >.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **SEC Names Thomas Butler as Director of New Office of Credit Ratings**. Securities and Exchange Commission, Washington, DC, 15/06/2012. Disponível em: < <http://www.sec.gov/news/press/2012/2012-113.htm> >.

SILVEIRA, Alexandre. Subprime evidencia conflito das agências de rating. **Revista Capital Aberto**, ano 5, n. 50, São Paulo, SP, 2007. Disponível em: < http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&sec=13&i=1620 >.

SMITH, Elliot. **Bringing Down Wall Street as Ratings Let Loose Subprime Scourge**. Bloomberg, Washington, DC, 24/09/2008. Disponível em: < <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=ah839IWTL9s> >.