

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE FINANCEIRA NOS ESTADOS UNIDOS
UMA ANÁLISE HISTÓRICA DOS
AVANÇOS LEGAIS E A NOVA REFORMA
FINANCEIRA DO SÉCULO XXI**

BOLIVAR MOURA CARVALHO BARREIRA

Matrícula nº 102064514

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

AGOSTO 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A CRISE FINANCEIRA NOS ESTADOS UNIDOS
UMA ANÁLISE HISTÓRICA DOS
AVANÇOS LEGAIS E A NOVA REFORMA
FINANCEIRA DO SÉCULO XXI**

BOLIVAR MOURA CARVALHO BARREIRA

Matrícula nº 102064514

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

AGOSTO 2010

As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor

RESUMO

A crise financeira iniciada no mercado imobiliário americano gerou inúmeras perdas aos mercados financeiros mundiais, desencadeando recessões econômicas por todo o mundo. A crise deflagrou falhas nos modelos nacionais de regulação, colocando em dúvida a eficácia do aparato regulatório vigente para o alcance dos seus objetivos primordiais: i) prevenção de riscos sistêmicos e ii) manutenção da estabilidade financeira dos mercados. Sendo os EUA, o epicentro dos acontecimentos, o trabalho busca desenvolver a evolução da Regulação do Mercado financeiro americano, tendo como ponto de partida a crise de 29. Busca-se mostrar a evolução nas Regras de supervisão e regulação, correlacionando com o contexto econômico vigente de diferentes épocas. Procurou-se mostrar que os Modelos de Regulação com ênfase nas Regras de prudência foram eficientes nos EUA entre os períodos de 1929 e 1970. No entanto, com as mudanças institucionais dos mercados e a globalização financeira, tais modelos tornaram-se frágeis e ineficientes dentro de um mercado financeiro repleto de mudanças e inovações. Procurou-se mostrar, inclusive, que as mudanças promovidas com os Acordos internacionais de Regulação, também não surtiram os efeitos esperados e que é necessário se repensar um novo modo de regular os mercados.

ÍNDICE

<u>CAPÍTULO 1 – A CRISE FINANCEIRA NOS ESTADOS UNIDOS</u>	-----9
1.1 - “Boom” do mercado Imobiliário	-----9
1.2 - Tomadores <i>Subprime</i> e inovação financeira	-----11
1.3 - Papel dos agentes privados	-----13
1.4 - As causas da crise e a “bolha” habitacional	-----15
1.5 - Crises financeira vs Crise na Economia Real	-----16
1.6 - Injeção de capital e Estímulos fiscais	-----18
<u>CAPÍTULO 2 – ORIGEM DA REGULAÇÃO NO SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO</u>	-----19
2.1 – Mercado de credito e mercado de capitais	-----19
2.2 – Contágio e Risco Sistêmico	-----21
2.3 – A Regulação Prudencial	-----22
2.3.1 - Requerimento de capital mínimo e Controle de Entrada no Mercado	-----22
2.3.2 – Escopo das Atividades bancárias	-----23
2.3.3 – Controle à concentração de riscos	-----23
2.3.4 – Regulamentação de proteção	-----23
2.3.5 – Banco Central – Responsabilidades e atribuições	-----24
2.4 – O Modelo Americano de Regulação do Mercado de Capitais	-----25
2.4.1 – Sistema de <i>disclosure</i>	-----25
2.4.2 – Sistema de auto-regulação: Bolsas e o mercado de balcão	-----26
<u>CAPÍTULO 3 - TRANSFORMAÇÕES INSTITUCIONAIS DO REGIME FINANCEIRO AMERICANO</u>	-----28
3.1 – <i>Glass Steagal Act</i> e o Sistema bancário especializado	-----28
3.2 – Nova conjuntura macroeconômica e as inovações financeiras Pós 70	-----30
<u>CAPÍTULO 4 – ACORDOS INTERNACIONAIS DE REGULAÇÃO (BASILÉIA I e II)</u>	-----34
4.1 - O Acordo de Basiléia de 1988 e o novo paradigma de regulação prudencial	-----34
4.2 - O Novo Acordo da Basiléia	-----37

<u>CAPÍTULO 5 – REFORMA DO SETOR FINANCEIRO AMERICANO PÓS CRISE 2008</u>	39
5.1 – Risco Sistêmico e o enfoque macro-prudencial	39
5.2 – Desenvolvimentos em infra-estrutura	42
5.2.1 – Derivativos de balcão e os riscos de contraparte	42
5.2.2 – Mecanismo de Resolução para instituições financeiras em colapso	43
5.3 – Regulação dos <i>Hedge Funds</i> ou fundos especulativos	44
5.4 – Padrões de Governança, gerenciamento de risco, capital e liquidez	45
5.4.1 – Capitais mínimos	45
5.4.2 – Gerenciamento de risco de liquidez	46
5.5 – O problema das políticas de compensação e bônus a executivos.....	48
5.6 – Reforma de agências Classificadoras de Risco (<i>NRSOs</i>)	48
5.7 – Empreendimentos financiados pelo Governo	49
5.8 – Securitização e a restauração da confiança nos mercados	49
CONCLUSÃO	52
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	55

INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2007-2008 é apontada como a pior crise desde o crash de 1929. Como em outras que ocorreram no passado, suas causas são múltiplas e identificá-las deve ser encarado como um ponto de partida para tornar o sistema financeiro mundial mais resistente a choques diversos.

Sabe-se que o “epicentro” da crise ocorreu nos Estados Unidos, e como não poderia ser diferente, dada a importância econômica deste país na economia mundial, os problemas gerados trouxeram graves conseqüências globais, e não só na economia americana.

Grande parte dos investigadores, atribuem às falhas na Regulação do mercado financeiro americano, ou mesmo a falta de capacidade adaptativa desta frente às mudanças institucionais promovidas ao longo de décadas nos EUA e no mundo como a principal motivadora do colapso econômico que presenciamos.

Regular e supervisionar os mercados financeiros é uma atividade essencial para conter as externalidades negativas decorrentes das interações entre os diversos agentes do sistema. Como veremos, a insolvência de uma instituição financeira pode desencadear o contágio deste problema a todo as outras instituições, bem como para toda a economia, dado as funções primárias do setor bancário como intermediadores de recursos, e administrador dos meios de pagamento através da transferência de depósitos a vista.

As mudanças institucionais ocorridas, principalmente na década de 70, trouxeram ao mercado outros agentes que passam a atuar e concorrer junto com os bancos de depósitos¹, na geração de crédito e na captação das poupanças das famílias. Somado a isso, a globalização financeira expandiu as fronteiras do capital, expandindo as funções das instituições financeiras que passam a captar e aplicar recursos em mercados internacionais.

A evolução da dinâmica dos mercados, tornou complexo o trabalho dos governos nacionais em monitorar suas instituições e suas atividades, fato que foi constatado na presente crise, gerando a acentuação do debate acadêmico e político para as possíveis mudanças que promovam maior estabilidade financeira mundial.

O trabalho, portanto procura identificar a evolução das principais medidas de caráter regulatório ocorridas ao longo do tempo nos EUA, trazendo luz as motivações econômicas que guiavam os formuladores destas políticas. Procura-se observar o passado para melhor diagnosticar os fatos recentes. Para em seguida identificar as principais idéias que estão sendo discutidas sobre a Reforma financeira dos mercados.

¹ São instituições financeiras que atuam na captação de depósitos a vista e/ou a prazo junto ao público. O termo será usado indistintamente. A principal característica que a distingue das demais instituições bancárias são a sua capacidade legal de captação de depósitos a vista.

Sendo assim, no capítulo 1º, o trabalho faz um relato sobre os fatos associados à crise, fazendo um paralelo à conjuntura macroeconômica vivida nos EUA no início do século XXI. Procura-se aqui, entender a evolução dos acontecimentos recentes, buscando conceituar, o que muitos chamam de crise do sub-prime, que desencadeou uma enorme corrida bancária e a quebra de inúmeros bancos.

No capítulo 2º, busca-se conceituar os diferentes tipos de intermediação econômica nos mercados financeiros. Serão abordadas as inovações regulatórias vividas nos EUA pós crise 29, e que representou uma nova era na regulação dos Mercados americanos promovendo sua estabilidade, através de políticas prudenciais e de auto-regulação.

O capítulo seguinte divide-se em duas seções; a 1ª parte busca caracterizar o *Glass Steagal Act* e os motivos econômicos e políticos que motivaram sua promulgação. Para em seguida tratarmos das mudanças de ambiente macroeconômico e institucional, iniciadas nos anos 70, que mudaram as formas de atuação das instituições bancárias, passando estas a operar nos mercados de títulos e derivativos.

Frente aos desafios impostos pela globalização dos mercados e a liberalização financeira mundial, e com a ocorrência de novas crises nos mercados financeiros dentro de um novo ambiente de competição, o capítulo 4º busca percorrer os acordos da Basiléia I e II.

Na última sessão será dado o enfoque as principais idéias que estão em processo de análise, ajustes, bem como dependendo de aceites de caráter político para futura implementação nos EUA Serão apresentadas uma síntese destas idéias de forma a trazer luz ao debate atual sobre um novo Marco Regulatório nos EUA que promovam a estabilidade financeira dos mercados.

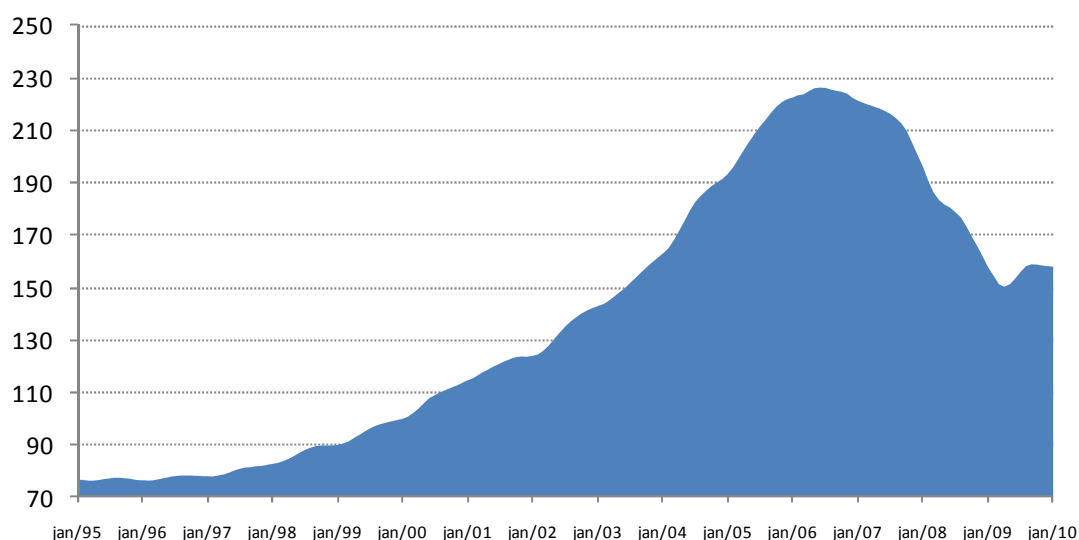
O trabalho termina com as conclusões.

CAPÍTULO I – A CRISE FINANCEIRA NOS ESTADOS UNIDOS

1.1 – “Boom” do mercado imobiliário

De janeiro de 1997 a 2006 o mercado imobiliário americano atravessou um período longo de crescimento, como podemos ver na Figura 1 abaixo. Os preços dos imóveis chegaram a valorizar a tal ponto que em meados de 2006 tiveram seus valores triplicados.

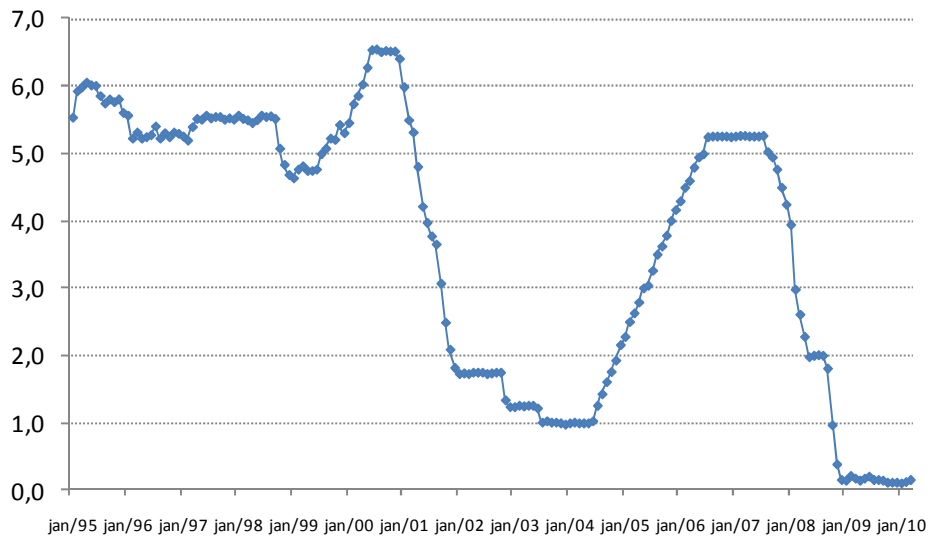
Figura I – Evolução do Índice de preços dos Imóveis nos EUA (jan/95 a jan/2010)



Fonte: *S&P/Case-Shiller Home Price Índices*

O forte crescimento do preço das moradias americanas, é explicado em boa medida, pela acentuada redução da taxa de juros americana (Figura II) . Em especial, o ano 2000, marca o desfecho da “bolha” de ações da década de 1990, ano em que as ações das empresas americanas, principalmente aquelas ligadas ao setor de Tecnologia (no jargão do mercado “Pets.com”), começam a apresentar fortes quedas, originando grandes perdas de capital no mercado acionário, com reflexos de recessão para a toda a economia.

Figura II – *Federal Funds* (curva mensal)



Fonte: *Federal Reserve*

Com a recessão batendo a porta, Greenspan (Presidente do FED na época) inicia no final de 2000 uma política monetária expansionista, reduzindo fortemente os juros americanos, chegando ao patamar de 1% a.a em agosto de 2003. Nesse patamar, as moradias tornaram-se muito atraentes para a população americana, tornando o mercado de imóveis bastante aquecido. Soma-se a isso a intensa expansão da oferta de crédito para o setor que acompanhou o crescimento do mercado. Sabe-se que historicamente os americanos sempre tiveram o hábito de financiar imóveis, e novamente assim o fizeram.

Com a recuperação da economia, impulsionada pelas baixas taxas de juros, o mercado de trabalho e a renda voltaram a crescer, de modo que, gradativamente, mais e mais famílias norte-americanas estavam dispostas a aceitar o crédito farto para concretizar o sonho da casa própria ou, em muitos casos, especular com a possibilidade de alta nos preços. Como resultado, o mercado de hipotecas movimentou, entre 2001 e 2006, uma média anual de US\$ 3 trilhões em novas operações, atingindo um máximo de quase US\$ 4 trilhões em 2003, volumes nunca antes observados.

Contudo, pode-se destacar dois fatores responsáveis por explicar a magnitude desses valores. De um lado, houve uma forte ampliação da escala do mercado hipotecário norte-americano, com a incorporação de novos potenciais tomadores (*subprime*) de financiamento imobiliário e, de outro, o crescimento vigoroso do processo de securitização desses créditos.

1.2 - Tomadores *Subprime* e Inovação financeira

Tradicionalmente, o mercado de hipotecas residenciais nos Estados Unidos era dominado pelo segmento *prime*, que conta com regras relativamente rígidas de avaliação de crédito e limites do valor a ser financiado. No entanto, existem ainda outras duas categorias de crédito: a *alt-a* – classificação anterior entre a *prime* ou primeira linha – e o *subprime* – também conhecido como terceira linha.

Segundo Wacker (2008), essas classificações são baseadas na proporção do pagamento inicial e na qualidade de crédito, de modo que financiamentos considerados *prime* são aqueles cujo valor é reduzido quando comparado ao preço do imóvel, sendo concedidos a mutuários com um bom histórico de crédito e renda suficiente para pagar as prestações do financiamento. Os financiamentos *alt-a*, por sua vez, são compreendidos entre os financiamentos *prime* e *subprime* em termos de qualidade de crédito. Basicamente, três tipos de mutuários se encaixam nessa categoria: aqueles que não possuem um histórico de crédito, seja ele bom ou ruim, mas que de outra forma seriam considerados *prime*; mutuários que tomam o financiamento para adquirir um imóvel residencial que não é destinado para uso próprio; aqueles que, por qualquer motivo, não fornecem os dados necessários, como renda atual.

Os mutuários *subprime*, por fim, são aqueles cuja qualidade de crédito é reduzida para serem enquadrados nas hipotecas de primeira linha. Segundo Ledi (2008), as hipotecas *subprime* consistiam em empréstimos imobiliários concedidos a indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, ou seja, em geral, famílias de baixa renda ou minorias.

O incremento da parcela *subprime* nos créditos imobiliários é explicado em parte pela exuberância irracional das famílias, que se deixavam impressionar com o aumento contínuo dos preços das moradias, sem se preocupar com as prestações do financiamento e também às mudanças das práticas de concessão de empréstimos, negligenciando padrões anteriores de análise de risco. Havia a crença de que não mais importava a capacidade de pagamento dos mutuários, já que os preços dos imóveis estavam em franca ascensão. Outro fator, não menos importante, foi o processo da securitização², que permitia aos bancos venderem esses créditos aos investidores.

De fato, a inovação financeira dos mercados através do processo conhecido como securitização, permitiu a entrada maciça no mercado de capitais desses créditos *subprime*. As instituições financeiras, mediante a utilização de modelos do tipo Originação & Distribuição (O&D), atuavam como originadores das operações ao concederem financiamentos imobiliários e, simultaneamente, como distribuidores do risco ao securitizarem tais créditos e vendê-los no mercado de capitais a investidores institucionais – fundos de pensão, companhias de seguro, *hedge funds* etc. Havia, nesse

² Securitização é um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros e não financeiros (“ativos-base”) são “empacotados” na forma de Títulos (títulos financeiros negociáveis) e então vendidos a investidores. Os fluxos de caixa gerados pelos ativos-base são usados para pagar o principal e os encargos das *securities* além das despesas da operação. As *securities*, por seu lado, são lastreadas pelos ativos e são conhecidas como *Asset Backed Securities* (“ABS”, expressão em Inglês que significa *Securities Lastreadas por Ativos*), *Moodys* (2003).

sentido, não apenas maior grau de alavancagem das instituições financeiras, mas também a disseminação dos riscos em escala sistêmica.

As novas operações com hipotecas no período de 2001 a 2006, segundo Wray (2007), apresentam uma taxa de crescimento médio anual de 5,8%, com a máxima atingida no ano de 2003, com US\$ 3.9 trilhões. No entanto, o crescimento no mesmo período é acompanhado do aumento da participação da parcela sub-prime que em 2006 já corresponde a 20,1% do volume de novas hipotecas.

Ainda em Wray (2007), observa-se o crescimento do estoque de novas hipotecas *subprime* securitizadas em relação ao total de novas hipotecas *subprime*. Em 2001 elas representavam 51% do total, enquanto que em 2006 chega a 80,5%. Percebe-se que a evolução do mercado de crédito imobiliário foi sustentado pela introdução de novos tomadores com alto grau de inadimplência, ou seja, a qualidade dos ativos das instituições que carregavam esses papéis se deteriorava, e a securitização espalhava esse risco para todo o mercado.

Ademais, cabe destacar as estruturas de amortização desses títulos, que aumentavam os riscos envolvidos. Segundo Kiff e Mills (2007), eram regimes que envolviam dois momentos distintos com condições híbridas de pagamentos. Nos primeiros dois ou três anos, os bancos cobravam taxas de juros mais baixas com percentuais reduzidos de amortização do principal. Findo o período inicial, as parcelas eram corrigidas pelas taxas de mercado e com prestações mais altas. Eram os chamados empréstimos do tipo 2/28 ou 3/27. Outra estrutura, conhecida como *interest-only loan*, no qual durante um determinado período os mutuários honravam apenas os juros do saldo devedor com períodos longos de carência do principal. Algum tempo depois, além da parcela de juros, era necessário realizar amortizações do principal da dívida contratada, Cintra e Cagnin (2007).

Com os juros em patamares baixos e os preços dos imóveis em ascensão, as operações de empréstimo se auto-liquidavam com emissão de novos contratos de hipotecas. A medida que o colateral³ aumentava os securitizadores trocavam as hipotecas velhas por novas. Muitas vezes, o tomador assumia uma dívida maior ainda com novos recebimentos em espécie. Com isso a liquidez das hipotecas *subprime* aumentava e o processo se auto-reproduzia.

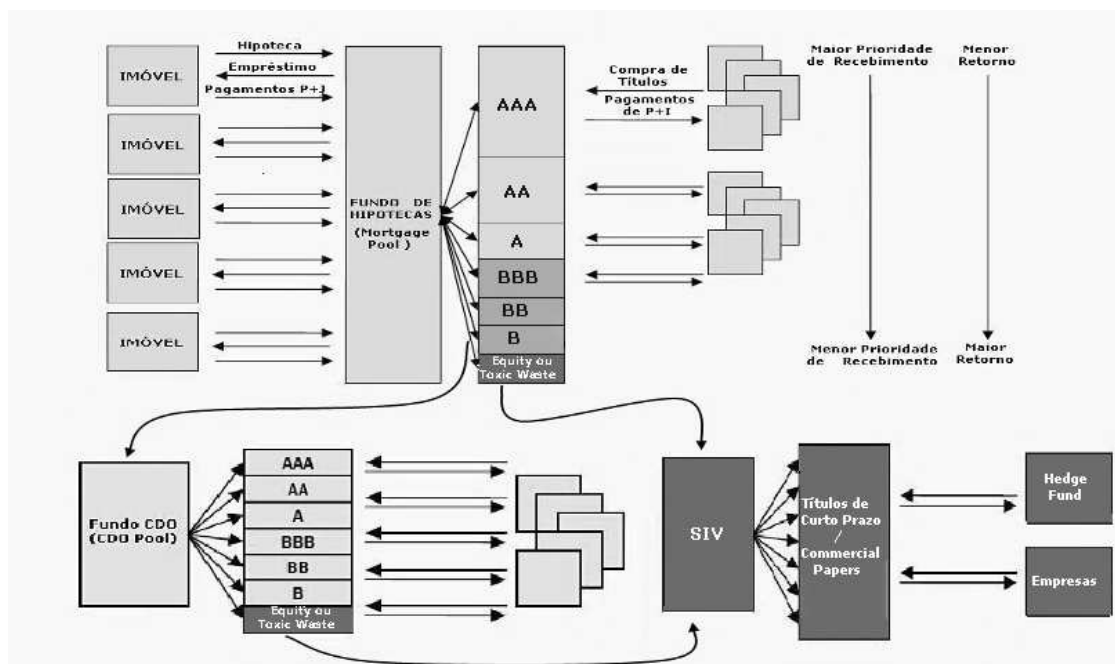
Todavia, as possibilidades de manutenção desse ciclo imobiliário expansionista deixaram de existir na medida em que a taxa básica de juros norte-americana foi sendo gradativamente elevada, saindo do patamar de 1% a.a., em maio de 2004, para 5,25% a.a., em junho de 2006. A contraparte desse aperto monetário foi, a partir de 2007, uma sensível queda dos preços dos imóveis, que inviabilizou a continuidade do processo de refinanciamento das hipotecas e, ao mesmo tempo, provocou uma ampliação dos inadimplementos e execuções.

³ Garantia real da operação. No exemplo, o próprio imóvel financiado, a hipoteca. Caso o mutuário ficasse inadimplente. O colateral (imóvel) poderia ser executado pelo credor.

1.3 - O Papel dos agentes privados

A pergunta que cabe é como títulos de alto risco eram vendidos pelos Bancos e corretoras ao mercado de capitais em troca de rendimentos não tão elevados? A figura abaixo mostra de forma estilizada como eram feitas as securitizações de hipotecas.

Figura III - Esquema Estilizado de Securitização dos Créditos *Subprime*



Fonte: Torres (2008)

A operação consiste na identificação pelos Bancos, Corretores e agências de crédito, de potenciais clientes que tinham interesse em financiar a compra de imóveis residenciais ou comerciais. Após o fechamento da operação, processo no qual são fixados os valores financiados, custos da transação e prazos, os Bancos criavam SPE'S (sociedade de propósito específico), que funcionavam como fundos de hipotecas (*Mortgage Pool*) onde esses ativos imobiliários gerados eram alocados e divididos em diversas tranches de classes diferentes e vendidos através de títulos aos investidores que viravam cotistas desses fundos.

Quem definia a classificação de risco dessas tranches, eram as agências de Classificação de Risco⁴. Vale ressaltar que notas de crédito emitidas pelas principais agências, eram vistas pelo mercado como notas com elevada credibilidade pelos investidores, não havendo necessidades dos usuários dessa informação, qualquer tipo de refração, ou outro tipo de gerenciamento de risco individual.

⁴ Ou agência de *rating* ou agência de notação de risco, etc. As agências atribuem notas de risco ou classificações (*ratings*) de dívidas via produtos estruturados, como eram as hipotecas *subprime*, mas também de títulos emitidos por países, empresas e bancos. O objetivo da nota é mostrar a capacidade de repagamento de dívida emitida (principal+juros).

Como vemos acima pelo modelo, as notas das tranches iam de AAA (nota de baixíssimo risco), BBB (notas de risco médio), até os chamados *Equity* ou *Toxic waste* (títulos de crédito com alto risco) e que dificilmente eram negociados no mercado. Os títulos que detinham notas AAA, AA e A, eram vendidos no mercado de capitais com extrema facilidade. Eram considerados títulos de tranches seniores pelo seu baixo grau de inadimplência, no entanto possuíam prêmios menores.

Em geral, as notas B, BB BBB exigiam altos prêmios, e para fugir de taxas mais caras que reduziam o spread⁵ dos Originadores, os Bancos submetiam esses títulos a uma nova avaliação. Era criado um novo fundo chamado de *CDO (CDO pool)*, no qual contratos de hipotecas eram reempacotados junto com outros recebíveis de naturezas distintas, nos quais muitos títulos *subprime* também eram incluídos. Faziam parte do patrimônio do CDO, recebíveis de cartão de crédito, empréstimos estudantis, financiamento de automóveis. Com isso, esperava-se produzir a máxima diluição do risco de cada hipoteca individualmente e, assim, obter uma carteira que, por sua distribuição estatística, alcançasse melhores classificações de risco comparativamente às dos títulos que lhe deram origem.

Essa diversificação dos ativos do fundo fazia com que as agências de risco promovessem melhores notas às hipotecas promovendo maiores facilidades de colocação no mercado pelos securitizadores. As prioridades de recebimento das cotas pelos investidores seguiam ao mesmo padrão dos *Mortgage pool*, ou seja, quanto menor o risco, menor o retorno, e mais elevadas as possibilidades de retorno do investimento e vice e versa.

De acordo com Cintra e Cagnin (2007, p. 319):

“As combinações foram realizadas de modo que alguns desses ativos lastreados nas hipotecas *subprime* acabaram re-classificados como de excelente risco ou como grau de investimento. O re-empacotamento das hipotecas de alto risco, com anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou sua aquisição pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos investidores institucionais, tais como os fundos de pensão e as companhias de seguro, que observam regras de prudência.”

Por fim, restava obter uma forma menos custosa de negociar os títulos do *Toxic waste*, que eram resíduos que se formavam a cada nova transformação. Esses papéis eram colocados em fundos *SIV (special investment vehicles)*, cujo propósito maior, era emitir títulos de curto prazo lastreados nas hipotecas, conhecidos como *ABS (asset backed commercial papers)* usada, nos EUA tradicionalmente para remunerar o caixa das empresas. Eram títulos de curtíssimo prazo, de três a seis meses, o que gerava uma necessidade de rolagem constante dos financiamentos, já que os ativos que lastreavam os *commercial papers* possuíam maturação de 20 a 30 anos. A atratividade principal dessa operação, eram os altos spreads na estruturação dessa operação. Já que os *commercial papers* tinham baixo custo de captação enquanto os ativos que compunham o fundo tinham altas taxas de retorno.

Portanto, o processo de transformação financeira, mediante a utilização de produtos financeiros estruturados – fundos *CDOs* e *SIVs* –, possibilitou, simultaneamente, a redução dos custos de

⁵ Conhecido também como spread excedente (Moody's 2003). É a diferença entre juros + comissões dos ativos securitizados menos os pagamentos de juros efetuados aos investidores. Soma-se a essa diferença outras despesas incorridas pelo originador (ex: gestão e cobrança dos ativos).

captação das instituições financeiras com a venda de créditos de baixa qualidade no mercado de capitais e a proliferação de operações *off-balance*. Dessa forma, os bancos puderam não apenas ampliar seus níveis de alavancagem, contornando os limites impostos pelo Acordo da Basiléia, como também transferir os riscos de crédito para os mercados de capitais e patrimônio dos investidores. Assim, permitiu-se que as instituições financeiras originassem tais obrigações sem que isso gerasse uma piora sensível da avaliação de suas carteiras. Dessa forma, a cessão de créditos *subprime* constituiu-se em uma oportunidade de obter bons retornos com contrapartidas de risco inferiores àquelas que teriam de ser arcadas na ausência dos mecanismos de crédito analisados.

1.4 - As causas da crise e a “bolha” habitacional.

O grande boom habitacional nos Estados Unidos começou a esvaziar-se no terceiro trimestre de 2005. Conforme alertou Krugman (2008), a alta dos preços chegou ao ponto de inviabilizar a compra de casa pela maioria das famílias – mesmo a taxas de juros aliciantes e sem pagamento de entrada – as vendas começaram a desacelerar. Era o início do estouro da bolha habitacional.

No entanto, a queda da demanda não refletiu instantaneamente nos preços dos imóveis. Estes, não tem a mesma liquidez, por exemplo que o mercado de ações, e os preços demoram a refletir o arrefecimento das vendas. Com isso, mesmo em 2005 e com os sinais de desaceleração, os preços continuavam em patamares elevados (ver Figura I).

Contudo, no fim do segundo trimestre de 2006, a debilidade do mercado aos poucos ficava evidente e os preços começaram a cair, lentamente no início, mas depois com velocidade crescente, principalmente a partir do segundo trimestre de 2007.

O início da queda dos preços dos imóveis representaram o fim do surto dos empréstimos *subprime*, já que essas operações eram estruturadas não na qualidade do crédito do tomador, e sim na qualidade do ativo-lastro das operações, ou seja, as hipotecas. Enquanto os preços mantivessem em alta, os tomadores sempre poderiam renegociar os empréstimos ou vender a casa para liquidar a dívida. Como consequência houve uma queda das operações de refinanciamento dessas operações, elevando a inadimplência bem como o número de execuções.

Com a inadimplência dos mutuários, as cotas *equity* e as cotas dos fundos CDO começaram a sofrer graves perdas, e os investidores começaram a corrida para resgatar seus recursos aplicados em fundos imobiliários e reduziram as aplicações em *commercial papers* lastreados em ativos emitidos pelas SIVs.

Com a fuga dos investidores, os fundos SIV lançaram mão de linhas de crédito com os Bancos Comerciais, muitas vezes os Originadores desses Fundos. Dessa forma, o risco que antes estava disseminado no mercado, voltava para os Demonstrativos contábeis desses Bancos, o que na

prática, levou o mercado a questionar a fidelidade das informações contábeis das instituições financeiras.

Mesmo os cotistas com cotas privilegiadas que possuíam um amortecedor para perdas, viam-se ameaçados, dado a bolha habitacional que havia se formado. Estima-se, que em âmbito nacional, os imóveis estavam sobrevalorizados em 50% e mesmo aqueles tomadores prime, que geralmente pagam alguma parcela de entrada, estariam com o patrimônio líquido negativo em relação a esse imóvel, ou seja, o valor de mercado seria inferior ao saldo devedor do empréstimo.

Como agravamento, o mercado de crédito imobiliário americano, possuía uma característica que favorecia a execução da garantia e a tomada dos imóveis pelos bancos. É o que se chama de modelo “*walk away*”, ou seja, o mutuário poderia entregar o imóvel ao banco como forma de pagamento do empréstimo, liquidando sua dívida com o credor.

Sendo assim, na medida que o saldo devedor ficava maior que o bem hipotecado, era mais interessante ao tomador entregar o imóvel do que pagar o empréstimo, resultando em altas perdas para os credores.

Por todos os motivos acima citados, havia a disseminação pelo mercado quanto à gravidade da crise imobiliária e que todos os emprestadores e investidores que financiavam esse mercado perderiam parte do seu capital, assim como as próprias famílias perderiam parte de suas riquezas. As perdas de capital, segundo muitos pesquisadores do tema, provocadas pelo estouro da “bolha” habitacional, deverá destruir uma riqueza no valor de US\$8 trilhões.

1.5 - Crises financeira vs Crise na Economia Real

A partir dos anos 90, há uma aceleração e intensificação de inovações financeiras que tiveram início nos anos 70, que retiraram a importância relativa do setor bancário como captador de depósitos e intermediadores de risco.

Veremos mais a frente, que mecanismos de regulação e supervisão do setor bancário nos EUA, impuseram maiores custos de capital para os banqueiros regulamentados. Com a globalização financeira, políticas de regulação nacionais distintas e aumento da concorrência no setor financeiro, essas atividades tradicionais de empréstimos foram sendo substituídas por novas alternativas de financiamentos. Os bancos passam a atuar no mercado de títulos, originando as operações e colocando-as no mercado de capitais para investidores das mais variadas classes. Atividades que antes eram estritas de Bancos de Investimentos, passam a ser desenvolvidas também por Bancos Comerciais.

Portanto, ativos e riscos que antes eram internados nos Balanços Patrimoniais dos bancos comerciais agora são divididos com fundos de pensão, fundos de hedge, bancos de investimentos e outros.

Tais investidores, ressaltam-se aqueles menos avessos a risco e que operam alavancados, montaram grandes exposições em títulos hipotecários, assim como outros produtos estruturados e derivativos e foram os mais afetados com a crise iniciada com a inadimplência dos títulos *subprime*.

São instituições que captam aplicações financeiras de seus clientes ou cotistas e criam ativos com as mais variadas classes de risco. Esse setor, conhecidos no jargão como "*shadow bank system*" ou "sistema bancário paralelo" opera a margem de qualquer regulação Estatal que limite suas exposições a risco além de operarem extremamente alavancados, que amargou graves perdas, desencadeando o colapso no mercado financeiro.

A perda de confiança nas estruturas de financiamento ao setor imobiliário, estimulou uma "onda" de saques sem precedentes dos investidores dessas instituições e de outras, como bem observa Geithner, em um fragmento de seu discurso em junho de 2008, que menciona a forma como se desenvolveu a "corrida" bancária do sistema.

"Ela começou com as perdas decorrentes dos empréstimos subprime, que erodiram a confiança no sistema financeiro paralelo. E isso levou a um círculo vicioso de desalavancagem: Depois que os investidores nesses esquemas financeiros – muitos deles eram gestores de dinheiro conservadores – sacaram ou ameaçaram sacar seus recursos desses mercados, o sistema tornou-se vulnerável a um ciclo auto-reforçador de liquidação forçada de ativos, o que acentuou ainda mais a volatilidade e reduziu os preços de várias classes de ativos."

Ademais, as perdas destes participantes altamente alavancados os induziram a tomar medidas, como conseqüência da liquidez forçada, que os levaram a administrar novas perdas decorrentes da depreciação dos ativos. Ademais, em cenários de desconfiança, os canais tradicionais de crédito são fechados, intensificando os problemas de liquidez.

A conseqüência desse processo auto-reforçador foi, a corrida bancária maciça que provocou uma onda de quebras de instituições financeiras. Além disso, os custos de tomada de crédito aumentaram significativamente, sendo que alguns setores o canal foi totalmente obstruído.

Além das conseqüências negativas no setor financeiro, quando olhamos a economia real as conseqüências também não são boas, salientando que seriam piores caso medidas de estímulos não tivessem sido adotadas.

A economia americana é muito dependente do consumo interno, sendo que a queda no preço das moradias reduz a oferta de emprego pelo declínio da atividade de construção civil, reduzindo assim os gastos da população. Ademais, as incertezas quanto aos desdobramentos da crise, faz com que os consumidores percam a confiança na economia, traduzindo em menores gastos de investimento do setor privado.

1.6 - Injeção de capital e Estímulos fiscais

O FED vem atuando, como recomenda-se em crises bancárias, injetando liquidez no sistema. Cortou os juros dos *federal funds* de 5,25% para 0,25%. Além disso fez empréstimos diretos para instituições depositárias. Em 2008, como medidas heterodoxas, o FED criou produtos de empréstimos especiais para estender linhas de crédito para instituições não conveniadas como Fundos, bancos de investimentos, e até de empresas não financeiras. Uma linha de US\$700 bilhões para compra de ativos problemáticos também foi liberada.

O presente trabalho não pretende avaliar se as medidas “paleativas”, algumas delas citadas acima, adotadas pelo FED surtirão efeitos reais, como por exemplo a desobstrução do crédito ou não. Sabe-se no entanto que tais medidas fizeram-se necessárias para evitar um colapso ainda maior na economia.

No entanto, são medidas curto-prazistas e que não são capazes de prevenir novas crises. Futuras crises com características semelhantes de “corrida” bancária poderão e devem acontecer novamente. Cabe ao Estado promover mudanças nas Leis Regulatórias, que permitam munir o sistema de forças para absorção de choques, evitando novas crises sistêmicas.

A partir desse ponto, iremos tratar da evolução das atividades financeiras e suas instituições, analisando a natureza de suas funções e objetivos, discorrendo sobre as medidas de Regulação e supervisão que foram adotadas em momentos históricos distintos.

A crise de 29 resultou em um novo arcabouço regulatório nos EUA, tanto nos mercados de capitais quanto de crédito. No capítulo seguinte, serão descritas as características do novo modelo de Regulação que representou um novo Paradigma à época, para na seção seguinte analisar o contexto econômico que motivou tais mudanças. Mais ainda, serão apresentadas as causas que fizeram o modelo de regulação no pós 29 ficar demasiadamente obsoleto.

CAPÍTULO II – ORIGEM DE REGULAÇÃO NO SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO

2.1 – Mercado de crédito e Mercado de capitais

A existência de transações financeiras entre os agentes torna possível às firmas e pessoas gastarem mais do que os recursos próprios que têm disponíveis através da emissão de obrigações financeiras, mediante as quais se obrigam a pagar no futuro um determinado fluxo de recursos, em troca de recursos imediatos para efetuar seus planos de gastos correntes.

Tais transações acontecem na economia, por conta da existência de agentes superavitários que trocam poder de comando sobre seus recursos no presente por promessa de recebimento futuro, seja porque não dispõem de capacidade empreendedora ou porque possuem projetos menos promissores do que os agentes que demandarão tais recursos.

Essas transações são realizadas por instituições financeiras, bancárias ou não, que viabilizam essas operações através do mercado de crédito ou do mercado de capitais que se distinguem entre si, fundamentalmente, pelo canal por meio do qual são transferidos o poder de compra dos aplicadores para os tomadores de recursos.

A intermediação financeira consiste no mecanismo pelo qual os recursos captados junto ao público, que serão registrados no passivo das instituições financeiras, são disponibilizados aos agentes deficitários, dando origem aos ativos que serão, também, registrados no balanço destas instituições. O exemplo mais representativo desse processo é a oferta de crédito realizada pelos bancos comerciais a partir dos recursos captados via depósitos a vista.

A outra modalidade de financiamento consiste na colocação de papéis no mercado. Nesta os recursos são obtidos pelos agentes tomadores de forma direta junto ao público, sem, portanto, resultar em direitos e obrigações nos balanços das instituições financeiras envolvidas. Nesse caso, as instituições atuam como “colocadores” e/ou subscritores de títulos de dívida, notas promissórias, ações e debêntures junto ao público investidor. Nesse segmento, destacam-se os bancos de investimento como principais provedores dessas operações.

Os dois grupos de modalidades de financiamento apresentam algumas diferenças importantes no que diz respeito ao tipo de risco assumido nas diferentes atividades de intermediação.

Enquanto os Bancos de Investimento não submetem-se a risco de crédito⁶, nem de liquidez pois atuam como organizadoras e colocadoras de títulos/ações no mercado, os bancos convencionais, internalizam esses riscos em seus balanços. Somados a isso, são provedores de liquidez imediata,

⁶ Tais instituições podem correr risco de mercado e de liquidez, unicamente nos casos em que subscrevem papéis para posterior colocação no mercado, exercendo função adicional de prover liquidez, adiantando os recursos para o tomador. Esses riscos, no entanto, são assumidos de forma temporária. O risco de mercado decorre da possibilidade que os preços dos títulos caiam relativamente ao valor pelo qual foram obtidos, e o risco de liquidez decorre das chances de que não se consiga encontrar tomadores para esses papéis.

portanto também possuem risco de descasamento de suas obrigações (passivos) e direitos a receber (ativos), na medida que seus clientes podem a qualquer momento solicitar resgates de seus depósitos.

Portanto, dada a naturezas distintas de atividades entre os dois segmentos bancários, as regulações para o sistema financeiro nos EUA podem ser divididas, a grosso modo em dois tipos.

A regulação prudencial, basicamente voltada para instituições bancárias, consiste em impor restrições em termos de composição de ativos e passivos e em termos de riscos assumidos pelas operações do balanço. Seu objetivo é reduzir o risco de falência dessas instituições, afastando a possibilidade de risco sistêmico, promovendo a estabilidade do sistema financeiro como um todo.

A segunda linha de regulação é aquela voltada á integridade e á eficiência dos mercados, que é o caso da regulação adotada para o mercado de capitais. Essa regulação consiste em definir regras de atuação para os agentes e instituições participantes, as quais abrangem exigência de disponibilização de informações, regras de especialização e conduta, dispositivo de proteção, proibição do uso de informação privilegiada, de emissões irregulares, etc.

O objetivo aqui é proteger o investidor e afastar as práticas de manipulação, abusos e fraudes. Atua sobre instituições financeiras intermediárias (corretores, bancos de investimentos, auditores independentes, Bolsas, etc), e não há preocupação com o Balanço contábil dessas Instituições, mas nos produtos e serviços que oferecem.

Ambas as linhas de Regulação serão melhor abordadas a diante, no entanto, cabe destacar que as atividades dos Bancos de depósitos ficam mais restritas com a supervisão e regulação, pois estão mais sujeitas ás corridas bancárias pelo público. Tais episódios aconteciam de tempos em tempos, provocando ondas de saques e recessões econômicas⁷.

Enquanto que as instituições não bancárias, apesar de exercerem atividades mais especulativas e de maior risco, com alta volatilidade de preços, podendo acarretar perdas substancial de capital pelos participantes (compradores) desses papéis, não tinham suas funções tão reguladas, pois não estavam sujeitos as temerosas corridas bancárias.

Entendia-se, que as operações via mercado de capitais possuíam menor assimetria de informações , ou seja, os aplicadores deste mercado sabiam do risco que corriam ao investir seus recursos neste mercado, pois conheciam os riscos dos emissores daqueles títulos de dívida ou ações adquiridas.

⁷ A história do sistema financeiro dos EUA antes da Grande Depressão está pontilhada de Pânicos, tendo como “pano de fundo” as corridas bancárias (Ex: Pânico de 1873, o Pânico de 1907); a este último seguiu-se uma Reforma bancária, que teve seu exponte na criação do Federal Reserve System.

2.2 - Contágio e o Risco Sistêmico

O sistema financeiro, notadamente as instituições de depósitos, possuem um aspecto chave quando comparado com outros setores da economia, a maior probabilidade de risco sistêmico, para Cadim (2009),

“risco sistêmico refere-se a possibilidade de que um choque localizado em alguma empresa do sistema financeiro possa se transmitir a todo o setor financeiro.”

O contágio ocorre por um aspecto subjetivo, que é a confiança do público em geral. Uma notícia de insolvência de um determinado banco, pode gerar uma desconfiança geral quanto a solvência de todo o sistema bancário.

Há ainda um segunda dimensão de risco sistêmico, de problemas mais graves, que diz respeito a inserção específica do sistema financeiro em uma economia capitalista moderna, que é o contágio de problemas do sistema financeiro para a economia como um todo.

Nesse estágio, no cenário de problemas com repercussões globais, existem duas formas de propagação mais conhecidas. A primeira refere-se a concessão de crédito por parte dos bancos, que naturalmente sofrerá uma redução em seu volume, devido a diminuição de potenciais aplicadores de recursos que é explicada em grande parte pela falta de confiança dos potenciais depositários. É esperado também aumento do volume de resgates pelo público, como forma de testar a solvência do sistema. Mesmo os bancos, sem problemas de liquidez e com uma carteira de crédito com bom gerenciamento de risco, pode optar, dado cenário de incerteza, por uma política mais conservadora e dessa forma não expandir sua carteira, diminuindo as fontes de captação do mercado.

A segunda, e de maior importância: o setor bancário é responsável pelo sistema de pagamentos mais essencial de uma economia moderna, baseado na transferência de depósitos a vista entre bancos comerciais, sendo que todas as operações relevantes entre os agentes privados não bancários são realizadas por esse sistema. Caso haja a percepção pelo público de que o sistema financeiro está em crise, pode haver uma corrida bancária e uma paralisação dos meios de pagamento via transferência de depósitos, já que possivelmente haveria uma paralisação da atividade bancária ou a quebra de muitos bancos, dificultando a fluidez das transações entre os agentes não bancários, com redução da atividade econômica.

O problema do contágio, ao que tudo indica, um problema inerente ao setor financeiro, torna-se uma externalidade negativa que precisa de medidas corretivas que criem mecanismos que evitem que problemas individuais de determinadas firmas bancárias afetem todo o setor, com consequências para toda a economia de um país.

2.3 - A Regulação Prudencial

O tipo de correção aos problemas de contágio, que foi adotada pelos EUA desde o início do século XX ficou conhecido como Regulação Prudencial, que consiste na criação de redes de segurança e definição de regras de regulação e supervisão que aumentem a capacidade do sistema de absorver choques.

Dado a dificuldade de neutralizar os canais de transmissão, que são determinados pela noção de confiança, ou seja, a percepção pelo público de dificuldades financeiras de um banco, irá gerar um efeito de desconfiança em todo o sistema, a estratégia de regulação estará focada em minimizar a frequência com que instituições financeiras se vêem as voltas com dificuldades, com imposição de regras e técnicas que diminuam a exposição a risco dessas instituições para que haja sempre a manutenção do fator “confiança”.

Tais métodos, descritos abaixo, mostraram-se eficazes para a manutenção da estabilidade financeira nos EUA logo após o crash de 29 e a crise bancária de 1933.

2.3.1 - Requerimento de capital mínimo e Controle de Entrada no Mercado

O controle de entrada no mercado, mediante procedimentos de autorização e práticas de licenciamento constitui-se como uma forma de verificar a reputação dos administradores e a observância da instituição às leis. Os bancos são obrigados a satisfazer uma série de requerimentos, os quais incluem uma administração confiável e um montante mínimo de capital subscrito. O requerimento mínimo de capital em relação aos ativos constituía uma forma de evitar riscos excessivos.

Nos EUA, existiam ainda barreiras legais inclusive a expansão inter regional das agências bancárias. Tais requerimentos constituíam formas de proteger os lucros das instituições existentes criando barreiras a novos entrantes no mercado.

2.3.2 - Escopo das Atividades bancárias

Desde a crise bancária de 1933, e a criação da *Glass Steagal Act*, os EUA optaram por separar a atividade bancária de outras áreas de negócios não-bancários, proibindo ou restringindo participações acionárias de bancos comerciais em outros tipos de empresas. O maior expoente dessa norma, é a proibição dos bancos comerciais de subscreverem *securities* (ações e títulos privados), permitindo apenas a atividade de corretagem. Muitos autores questionam o objetivo real desta medida em prevenir falências de bancos ou corridas bancárias. Acreditam que a medida visava conter a concentração do poder econômico, limitando as chances de criação de grandes conglomerados financeiros.

2.3.3 - Controle à Concentração de Riscos

Havia preocupação na concentração excessiva de empréstimos de uma instituição financeira a um único cliente. Era prudente a diversificação das operações de empréstimos originadas pelos bancos, uma vez que ao estar com grande parte de seu ativo investido em uma única empresa, a suposta falência desta firma poderia significar a insolvência do credor.

2.3.4 - Regulamentação de Proteção

O Estado cria redes de segurança para garantir a liquidez dos depósitos, o que significa dizer que os Bancos em dificuldades poderão contar com o emprestador de última instância caso estejam com problemas de liquidez, sendo mais tarde também instituído o seguro de depósitos, no qual o Estado iria honrar os depositantes caso o Banco custodiante não pudesse cumprir seus compromissos de resgate. Cabe destacar que tais medidas apenas serão utilizadas em situações extremas, quando o mercado bancário já está sob tensão e o banco em dificuldades não consegue captar pelas fontes usuais⁸. O seguro de depósitos, ao ser ativado, representa uma comoção ainda maior no mercado, já que, a essa altura o banco já sofreu algum tipo de intervenção.

Nos Estados Unidos ocorre, uma divisão do trabalho na execução das medidas de proteção entre o Federal Reserve - responsável por questões referente à liquidez, principalmente através das operações de redesconto - e o *Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC* - responsável pelos problemas concernentes a solvência - através do seguro de depósitos.

A introdução de um esquema de seguro para os depósitos nos sistemas bancários domésticos apresentam algumas vantagens. Do ponto de vista dos aplicadores, o mecanismo torna os depósitos igualmente atrativos, independente do risco de insolvência do banco. Os bancos, são liberados do pagamento de um prêmio de risco pelos depósitos, já que inexistente preocupação dos clientes com a segurança de suas aplicações, mitigando o perigo da reação em cadeia e do colapso do sistema bancário.

Por todas essas razões, resume Cadim (2009),

“O regulador buscará atuar ao nível da instituição bancária individual no sentido de minimizar a probabilidade de ocorrência de situações onde o banco se veja impedido de funcionar normalmente.”

⁸ Mercado Interbancário de reservas. Mercado, com liquidez diária, no qual os Bancos superavitários transferem reservas para os Bancos Deficitários. A definição das metas de taxas de juros nesse mercado é conduzida pelo Comitê de Mercado Aberto – FOMC (Federal Open market Committee).

2.3.5 - Banco Central – Responsabilidades e atribuições

O Federal Reserve foi criado em 1913, para funcionar como o Banco Central dos EUA. Sua estrutura atual é complexa, composta de um órgão central, o Conselho de Governadores do Federal Reserve e 12 bancos regionais. Possui estrutura independente e os membros do Conselho (Presidente, vice e governadores) são escolhidos pelo Presidente do país e aprovados pelo Senado.

Dentre suas diversas funções e metas finais de política⁹, são detentores de reservas dos bancos, tornando este fato um instrumento de sua política monetária na definição das taxas de juros de curto e longo prazo.

Segundo definem Ferreira, Penido e Schwartz (1998),

“os bancos centrais converteram-se em guardiães das reservas dos bancos comerciais, em um processo de evolução estreitamente relacionado com o de suas funções de bancos de emissão e como banqueiros do governo. Nesse processo, os bancos passaram a depositar as reservas no banco central, a fim de dar mais segurança ao sistema de pagamentos.”

Como vimos, sua relação com o sistema financeiro envolve a atuação como banco dos bancos, emprestando recursos a instituições com problemas temporários de liquidez ou medidas de *lender of last resort*, Baltensperger e Dermine, (1987), além do papel de fiscalizador das atividades bancárias.

A atuação do FED enquanto garantidor da estrutura patrimonial dos bancos implica que a garantia dessas operações pode ainda, levar os bancos a assunção de riscos excessivos¹⁰, tornando de suma importância a atuação do órgão e de outras agências reguladoras na fiscalização e supervisão das atividades bancárias.

Em suma, o recolhimento compulsório de reservas somados as operações de redesconto de liquidez são instrumentos de política que visam dentre outros fins, a Estabilidade do sistema financeiro.

Na maioria dos países, a responsabilidade pela regulamentação prudencial das instituições bancárias é compartilhada, pelo Banco Central e outras instancias de poder. Nos EUA, em especial, há uma multiplicidade de instituições incumbidas de supervisionar e controlar o sistema bancário. A estrutura dual do sistema - bancos com licença federal e bancos com licença estadual - membros e não-membros do Sistema de Reserva - implica a divisão das responsabilidades ente autoridades federais e estaduais.

⁹ Como metas finais de política do Banco Central, destacam-se a Estabilidade dos Preços, Nível da atividade econômica, Taxa de desemprego e Estabilidade do Sistema Financeiro.

¹⁰ *Moral hazard*.

2.4 - O Modelo Americano de Regulação do Mercado de Capitais

A era do *New Deal*, que foi inaugurado com o Governo Roosevelt em 1933, possuía uma visão onde o Estado deveria atuar num formato de cooperação entre este e o mercado, numa concepção mais cooperativa. Contudo, do ponto de vista da regulação nacional implantada, especificamente, para o mercado de capitais, coube ao Estado o papel de supervisor e não de agente atuante ou colaborador, o que frustrou na época os aliados das preposições do *New Deal*.

Duas características deste novo marco foram relevantes: a auto-regulação e o sistema de divulgação de informações para os investidores (*disclosure*). Esses dois sistemas definiam as funções de supervisão que seriam exercidas pelo órgão regulador nesse novo modelo.

2.4.1 - Sistema de disclosure

Até o período da Crise de 1929, não existia um nível de uniformidade para a divulgação de informações a cerca da situação econômico-financeira das empresas emissoras ao público em geral e acionistas, visto que variava de acordo com a Bolsa que estava sendo transacionado o título, facilitando inclusive, a atuação de *insiders*¹¹ que atuam manipulando os preços das ações.

Em 1933, foi promulgada a Lei de Valores Mobiliários – *Securities Act of 1933*, criou-se assim a agência reguladora do mercado de capitais americano- a *Securities and Exchange Commission* (SEC) e definiu-se o estatuto de divulgação de informações para as emissões primárias¹². Esse estatuto exige das empresas emissoras que forneçam aos investidores informações acerca dos títulos emitidos, devendo registrar suas emissões junto a SEC, provendo informações como: descrição das propriedades e negócios da companhia, descrição da quantidade de ações oferecidas e sua relação com os demais títulos representativos do capital da empresa, informação sobre a direção da companhia e relatórios financeiros assinados por auditores independentes.

Cabe ressaltar, que a SEC não assume nenhuma coobrigação com as operações assumidas pelos investidores. Também não se responsabiliza pela veracidade das informações prestadas, garantindo apenas que a empresa emissora disponibilize todas as informações exigidas por lei.

¹¹ Grupo de pessoas que utiliza conhecimento dos negócios internos da companhia para negociarem ações. Tais informações são usadas de forma privilegiada, pois são utilizadas antes do conhecimento de todos os investidores. A *Securities Exchange Act* atuará de forma veemente para inibir a atuação desses *insiders*, promovendo o sistema de regulação baseado no *disclosure*.; ex: proibição de administradores, diretores, ou pessoas que detenham mais 10% de ações de uma companhia listada em Bolsa de recomprar ou revender ações dentro de um prazo de seis meses, a contar da compra ou venda dessas ações, “*Short Trade Transactions*”. Tais pessoas, também passam a ser obrigadas a enviar relatórios a SEC nos quais revelam o montante de ações que detém e as alterações.

¹² Operações nas quais acionistas captam recursos através da venda de participação acionária ao mercado pulverizando a estrutura de capital da companhia. Tais operações são estruturadas por Bancos de Investimento. Essas operações possuem a finalidade de aumento de capital da empresa para obtenção de recursos necessários para a expansão dos negócios. As ofertas primárias podem ser efetuadas de tempos em tempos, sendo a primeira colocação, conhecida por IPO (*initial public offering*), oferta inicial de ações. Existe também outra modalidade de venda pública de ações, através da oferta secundária. Nesta os acionistas também vendem sua participação na empresa, porém tais recursos não ficarão no caixa da empresa, sendo retido pelos sócios vendedores.

Na seção 11 do *Securities ACT* de 1933, por ocasião da colocação de títulos no mercado primário, no registro da emissão ou nos prospectos de venda, atribuiu-se a culpa pelas informações falsas ou omissões de fatos relevantes à instituição financeira colocadora e subscritora, bem como dos auditores, que se responsabilizaram pelas informações disponibilizadas.

Logo depois, o Princípio de *Disclosure* foi estendido também às ações registradas na bolsa (*Securities Exchange Act* de 1934). Com isso, todas as companhias são obrigadas a divulgar seus resultados financeiros/contábeis de forma periódica. Tal medida visa também reduzir a prática do *insider trading* (Eizirik e Porto, 1974).

2.4.2 - sistema de auto-regulação: Bolsas e o mercado de balcão

As Bolsas sempre foram órgãos voluntários que conduziam seus negócios de forma autônoma e livre de regras federais. Os próprios membros eram responsáveis pela condução e regulação de suas funções. As atividades realizadas no mercado de balcão, no entanto, não possuíam nenhuma forma de auto-regulação.

As conseqüências dessa falta de regulação foram percebidas ao longo da crise de 29, com a migração de operações de caráter mais especulativas para bolsas nas quais os níveis de informações requeridas para emissões eram baixíssimos, facilitando inclusive as operações de manipulação do mercado, nas quais geralmente estavam envolvidos diversos agentes do mercado.

“naquele período ferviam as associações e coligações – em resumo, manipulações em grande escala. No decorrer de 1929, mais de cem emissões foram objeto de operações desse gênero na Bolsa de Nova York, de que participaram associadas da Bolsa e seus prepostos. As operações eram de natureza um pouco variada, mas, basicamente, uma série de operadores reunia seus recursos para forçar alta de determinada ação (...). Essas compras elevam a cotação da ação e despertavam o interesse das pessoas (...) tudo correndo bem, o público comprava e o papel passava a subir por si mesmo (...). Nesse ponto o gerente se desfazia de tudo, retirava uma porcentagem do lucro e dividia o resto com seus investidores” (Galbraith,1988,p.71).

O sistema de auto-regulação foi definido por lei pelo *Securities Exchange Act* de 1934 que regulou o mercado de títulos. Foram assim delegados poderes às Bolsas e, à *Nasd* (*National Association of Securities Dealers*), que tinham a missão de desenvolver regras de conduta para seus membros. Caberia à SEC, supervisionar as Entidades Auto-reguladoras.

Dentre as atividades e objetivos da SEC previstas em lei, destacamos:

- Existência de registro das corretoras e das bolsas
- Extensão do princípio de *disclosure* a todas as ações listadas em bolsa
- Exigência de apresentação de relatórios anuais e trimestrais de empresas que operam na bolsa ou no mercado de balcão
- Proibição na manipulação de preços ou esquemas de compra e venda de títulos
- Autoridade de suspender corretoras

Portanto, coube ao Estado apenas a supervisão das atividades do mercado de capitais, e menos a criação de regras para restringi-la. As instituições continuavam sendo auto-reguladas, tendo o Estado preenchido lacunas com intuito de coibir atos ilícitos de *insiders* e fraudes na divulgação de informações financeiras de empresas emissoras. A preocupação fica restrita a transparência e confiabilidade das informações circuladas entre os agentes do mercado, e fiscalização do uso indevido de informações privilegiadas.

CAPITULO III – TRANSFORMAÇÕES INSTITUCIONAIS DO REGIME FINANCEIRO AMERICANO

3.1 - *Glass Steagal Act* 1933 e o Sistema bancário especializado

A crise de 29 foi o início de uma longa crise que resultou na crise bancária americana de 1933. Para muitos autores, a elevada inter-relação entre o mercado bancário e o mercado de capitais e o excesso de concentração de mercado de algumas instituições ajudaram a desestabilizar o sistema financeiro americano, gerando a necessidade de uma maior Intervenção do Estado na esfera financeira através da criação de regras que fortalecessem as regras prudenciais do mercado.

Dessa forma, visando reduzir o poder dos bancos e separar as atividades especulativas do mercado de títulos com as atividades tradicionais dos bancos comerciais, com intuito de reforçar a prevenção contra crises sistêmicas, foi promulgada a *provision Glass-Steagall*, contida no *Banking Act* de 1933, que tornou obrigatória a separação dos bancos de investimentos dos comerciais, e proibiu esses últimos a se filiarem em qualquer corporação engajada em atividades de emissão, subscrição e colocação de ações, títulos, debêntures, notas e outras *securities*.

No entanto e, para alguns autores, a separação da atividade bancária de outras áreas de negócios, promovida pela *Glass-Steagall Act*, podem estar baseadas em outras considerações não-relacionadas a prevenção de falências ou corridas bancárias, tal como evitar a concentração de poder econômico.

Ademais, a *Regulation Q*, estabeleceu um teto para as taxas de juro sob depósitos captados a prazo e para empréstimos concedidos pelos bancos. Além disso proibiu o pagamento de juros sobre os depósitos a vista.

Segundo Nóbrega (2010), a imposição da *Regulation Q* justificava-se através de duas razões. A outorga de poder ao Federal Reserve para fixar taxas de juros dos depósitos visava induzir os bancos regionais a emprestar mais às comunidades locais em vez de manter os recursos nos grandes bancos. Acreditava-se que as grandes firmas bancárias usavam os fundos para fins especulativos, o que teria contribuído para o colapso de 1929. Ao mesmo tempo, essas transferências limitavam o crédito para atividades produtivas nessas comunidades.

Segundo, objetivava elevar os lucros dos bancos mediante a limitação da competição por depósitos. Imaginava-se que a competição aumentava seu custo, induzindo-os a operações mais arriscadas para preservar a rentabilidade. O limite à taxa de juros foi adicionalmente justificado pelos custos derivados da criação do seguro de depósitos na mesma época.

A segmentação do sistema financeiro também restringiu a concorrência tanto no ativo, quanto no passivo das instituições depositárias. No ativo, as associações e bancos de poupança especializaram-se nos créditos hipotecário; os bancos comerciais em capital de giro para empresas e as financeiras em crédito pessoal e financiamento a consumo.

No passivo os bancos comerciais tinham permissão para oferecer contas correntes (depósitos a vistas) e as instituições de poupança focavam nos depósitos a prazo. As outras instituições financeiras como os bancos de investimento, companhias de seguro, fundos de pensão – não tinham autorização para oferecer depósitos.

Medidas de contenção de liberdade aos bancos de depósitos foram implementadas e/ou reforçadas com a Lei, com intuito de dirimir as tomadas de riscos, como requerimento de capital mínimo, proibição a certos tipos de empréstimos e limites para concessão de crédito (Regras prudenciais).

Diversos autores concluem que o conjunto de medidas regulatórias implementadas nos anos 30 tiveram impactos estruturais de grande impacto. Primeiro, criou condições para que o sistema financeiro americano se tornasse altamente segmentado e especializado. Segundo, permitiu o desenvolvimento de um modelo com base em mercado, ou seja, o mercado de capitais foi favorecido enquanto forma de financiamento (Vitols, 2001).

Esse arcabouço institucional, montado nos anos 30, também operou de forma notável no imediato pós-guerra. Segundo Cintra (1998), a liquidez das instituições, o baixo nível de endividamento privado e o seguro de depósito mantiveram as taxas de juro em níveis baixos e estáveis. Nesse contexto, as incertezas sobre os custos de captação das instituições de depósitos foram reduzidas, e facilitou-se a expansão dos empréstimos a taxas de juro fixas.

Portanto, o crash de 29, que resultou no colapso das bolsas por todo o mundo, e a crise bancária de 1933, resultou em medidas que representaram um novo marco regulatório para o mercado de capitais e de crédito. Para o primeiro representou ações que melhorassem a transparência na divulgação de informações e o reconhecimento da auto-regulação (*Securities Act*). Para o segundo, representou o fortalecimento da Regulação prudencial das instituições de depósitos, limitando as tomadas de risco e medidas de proteção à concorrência. Para ambos, promoveu a total separação das atividades bancárias das atividades tradicionalmente exercidas por bancos de investimentos.

No entanto, a partir da 2ª metade da década de 60, serviram para transformar os arranjos institucionais em obstáculos para a atividade bancária. Até os anos 60, segundo Nóbrega (2010), o limite para as taxas de depósito superava a rentabilidade dos títulos do Tesouro. Após 1966, a situação mudou. O teto ficou abaixo dos juros pagos pelos títulos do Tesouro e os depósitos bancários perderam competitividade.

Com a alta dos juros e as incertezas quanto a novas altas, o teto para as taxas de juro tornou-se um problema para os bancos. Contudo, iniciou-se nos anos 70, um processo denominado de desintermediação financeira, no qual há uma migração dos recursos, antes depositados em bancos para os mercados monetários ou *Money markets*¹³, reduzindo a importância relativa dos bancos comerciais na gestão do portfólio de ativos. Esses mercados ofereciam maiores taxas pois não

¹³ Segmento do mercado financeiro no qual são negociados instrumentos de elevada liquidez e prazos muito curtos. Títulos dos mercados monetários consistem em Certificados de depósitos, títulos do tesouro, *commercial papers*, etc.

estavam sujeitos a tetos para captação, e a proibição de pagamentos de juros sobre depósitos a vista.

3.2 - Nova conjuntura macroeconômica e as inovações financeiras Pós 70.

Até meados da década de 60, as medidas regulatórias focadas nos depósitos a vista, mostraram-se eficazes, dada a ausência de mudanças significativas da atividade bancária. Os bancos comerciais continuavam captando recursos e emprestando em operações de curto e médio prazos. O envolvimento destas instituições com o mercado de capitais ainda era limitado, dado as medidas restritivas impostas após a crise de 29.

No entanto, principalmente a partir dos anos 70, alguns choques macroeconômicos como a explosão dos preços do petróleo em 1973 e 1979, o colapso das taxas de câmbio fixas mas ajustáveis de Bretton Woods, entre 1971 e 1973, as políticas monetárias contracionistas para conter a inflação, a liberalização de movimentos internacionais de capitais, e a desregulação financeira doméstica, particularmente no mundo desenvolvido, tiveram como resultado o crescimento da volatilidade de preços, taxas de câmbio, aumentando a incerteza com as transações financeiras e forçando as instituições financeiras a se adaptarem a esse novo quadro macroeconômico.

As inovações financeiras e tecnológicas, em um ambiente de desregulação, aprofundaram a desintermediação e estimularam o desenvolvimento de fundos mútuos (*Money Market Mutual Funds*, ou MMMF), os quais proporcionavam taxas de retorno de mercado acima dos tetos oferecidos pelos bancos de depósitos, a um grande número de sócios. Segundo Stigum (1990), um fundo mútuo é o investimento através do qual os investidores formam um conjunto de recursos para investir em um diversificado conjunto de *securities*. O investidor que aplica em um fundo mútuo obtém participações nos retornos e transforma-se de fato possuidor das quotas do fundo. Os fundos mútuos são gerenciados por profissionais e as operações se realizam através dos chamados *money markets*.

Os MMMF desafiaram o monopólio de depósitos a prazo mantidos pelas instituições reguladas, pois pagavam juros maiores. Formalmente, seus passivos não eram depósitos, e não possuíam proteção estatal contra perdas oriundas de operações mal sucedidas. No entanto, as quotas podiam ser facilmente sacadas, possuindo liquidez semelhante aos depósitos, sendo necessária, a manutenção por seus gestores, de ativos altamente líquidos.

Essa semelhança entre essas aplicações e depósitos, constituiu-se segundo Cintra (199) um abalo na estrutura de combate a concorrência instituída pelo *Glass Steagal Act*. A saber que, tais aplicações podiam pagar juros altos, e que possuíam alta liquidez, era esperado que os Bancos iriam perder parte de seus depósitos, que migrariam para tais fundos em busca de melhores rentabilidades.

Tabela I - Estados Unidos - Distribuição dos ativos financeiros mantidos pelas famílias

	U\$ bilhões			
	1980	1985	1990	1991
Depósitos	1.513	2.307	2.895	2.864
Fundos Mútuos	117	418	935	1.186
Outros (a)	1.618	2.768	4.077	4.226
A. Total de ativos financeiros líquidos	3.248	5.492	7.906	8.275
Fundo de Pensão	916	1.795	2.963	3.710
Outros (b)	2.192	2.425	3.110	3.235
B. Total de ativos financeiros menos líquidos	3.108	4.219	6.072	6.946
C. Total (A+B)	6.355	9.712	13.979	15.221
Depósitos/C (%)	24%	24%	21%	19%
Fundos Mútuos /C (%)	2%	4%	7%	8%
Fundos de Pensão/C (%)	14%	18%	21%	24%

Fonte: *Federal Reserve Board*

Outros (a) – incluem títulos públicos, bônus, *commercial papers*, ações, outros títulos.

Outros(b) – incluem hipotecas, seguros de vida, fundos.

O declínio relativo dos intermediários de depósito pode ser verificado também na mudança de composição dos ativos das famílias. De 1980 a 1991, os depósitos bancários detidos pelas famílias foram reduzidos de 24% para 19%, como proporção dos seus ativos totais. Inversamente, a participação somada dos ativos em fundos de pensão e fundos mútuos passaram de 16 para 32%.

O surgimento dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimentos) também vinha afetando a atividade bancária como visto acima. As famílias americanas, principalmente na década de 80, aumentavam a utilização desses instrumentos como veículo de poupança. Essas instituições operavam via mercado de capitais, carregando títulos de créditos e títulos de renda variável. Segundo Cintra (1998), a expansão dos ativos a disposição dos *money managers* desencadeou um processo de “institucionalização das poupanças”.

Para piorar, a crise 1982 fragilizou mais ainda os bancos comerciais, e as empresas – tomadores de primeira linha ou tomadores mais arriscados – intensificaram as operações no segmento de bônus, *commercial papers*, notas, etc, em busca de menores taxas de captação.

Assim, muitos tomadores de recursos transferiram suas operações do mercado de crédito para a emissão direta no mercado de títulos. O papel desempenhado pelas *Credit Rating Agencies* foi fundamental para a expansão dessas operações (Young, 1993), pois através das classificações de risco das *securities* emitidas, os investidores estabelecem o rendimento esperado dos títulos ou prêmios de risco que devem demandar a fim de compensar investimentos mais arriscados.

Com o aumento da volatilidade nos mercados, surgem os derivativos, que são negociações de contratos (juros, moeda, *commodities*, outros) entre duas partes com regras de entrega e/ou liquidação em uma determinada data futura. Eram instrumentos que permitiam a proteção de bancos e agentes privados contra a mudança brusca de cenários que afetavam os preços relativos podendo afetar as margens de lucro de um determinado negócio.

A utilização de instrumentos de derivativos pelo sistema bancário cresceu rapidamente estimulados pelas altas rentabilidades nessas operações. Em 1994, os rendimentos originados destes instrumentos representavam entre 15% e 65% do total dos quatro maiores *dealers*¹⁴.

Tabela II – Lucros com derivativos – 4 maiores dealers.

1994		
	US\$ milhões	%
Chase	108	15
Chemical	391	61
Citicorp	400	29
J.Pmorgan	663	65
Total	1.562	42

Fonte : Cintra (1998)

Com isso, diante desses novos desafios, os Bancos de Poupança e comerciais precisaram passar por uma adaptação as novas condições do mercado, concorrendo com os bancos de investimentos no mercado de títulos e com operações no mercado de derivativos. As novas condições exigiam uma maior flexibilidade por parte dessas instituições para se manterem competitivas num mercado cada vez mais acirrado.

Os bancos, portanto flexibilizam suas operações e transformam muitos dos seus ativos não-negociáveis em títulos negociáveis no mercado, processo conhecido como securitização das dividas. A securitização, é portanto o resultado de um duplo movimento, de um lado os credores líquidos evitando os passivos bancários devido ao aumento do risco associado a atividade bancária, e de outro, os devedores que buscam o mercado de capitais como fontes de captação mais baratas. Os depósitos, por conseqüência, passam a não ser mais primordiais, já que muito dos ativos e por conseqüência os riscos nele imbutidos não seriam mais internalizados em seus balanços.

As instituições de poupança também modificam a sua estrutura, e passam a atuar como *brokers* de títulos, ou seja, originam ativos (principalmente imobiliários), empacotam-nos e revendem a investidores pelo mercado de capitais.

¹⁴ Intermediários financeiros que atuam como a contraparte em operações bilaterais com derivativos.

A desregulação, segundo Nóbrega (2010), foi, na verdade, uma imposição da realidade. Nos Estados Unidos, atingiu as duas mais relevantes mudanças do *Glass Steagal Act* de 1933. A *Regulation Q*, que limitava a remuneração dos depósitos, foi revogada pelo *Monetary Control Act* de 1980. Quanto a separação das atividades dos bancos comerciais e de investimentos, ficou evidente nos anos 80, dado o ambiente de mudanças e inovações, com fortes pressões competitivas que aquela separação representava uma relíquia da Grande Depressão. O sistema financeiro se transformava na esteira dos avanços na tecnologia da informação e de telecomunicações, que aceleraram a globalização financeira (Nóbrega 2010). Os bancos comerciais passaram a fazer forte pressão para revogar a Lei e aproveitavam inclusive alguns furos na Legislação pra induzir o FED a minimizar as restrições. No entanto, semente em outubro de 1999 o Congresso revogou a *Glass Steagal Act*.

Como bem resume Cintra (1998),

“parcela relevante das transformações financeiras ocorridas a partir da década dos 80 está relacionada com a flexibilização (mercados secundários e instrumentos derivativos) das operações em termos de prazos, taxas de remuneração e moedas de emissão, para enfrentar a instabilidade dos mercados trazida por um novo contexto macroeconômico. Estimativas de várias organizações indicam que praticamente 2/3 do movimento do conjunto dos principais mercados se referem a operações intra-agentes financeiros. Ou seja, a amplitude da dinâmica financeira é desproporcional em relação às necessidades imediatas de intermediação de recursos entre os agentes superavitários e os demandantes finais de recursos, e está fortemente condicionada pela flexibilização dos ativos financeiros e pelos movimentos de arbitragem”.

Todas as transformações discorridas acima subverteram todo o aparato regulatório do sistema financeiro americano que vigorava desde os anos 30, no que se refere a segmentação institucional e geográfica. As instituições bancárias tiveram que se adaptar a uma nova realidade repleta de incertezas macroeconômicas e com acirramento da concorrência, através do surgimento de novos players no mercado.

CAPÍTULO IV – ACORDOS INTERNACIONAIS DE REGULAÇÃO (BASILEIA I e II)

4.1 - O Acordo de Basileia de 1988 e o novo paradigma de regulação prudencial

A crescente globalização dos mercados monetários e financeiros levantou questões de ameaças à estabilidade financeira dos países, seja desenvolvido ou em desenvolvimento. O Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (*Basle Committee on Banking Supervision*), o Banco de Compensações Internacionais (BIS), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial diagnosticaram a real necessidade do fortalecimento da solidez dos sistemas financeiros internacionais.

O Comitê de Basileia criado em 1974 e instituído em 1975 pelo Comitê de Governadores dos Bancos Centrais dos países membros do G-10 (grupo dos 10 países mais desenvolvidos) no seguimento às graves perturbações do mercado bancário e monetário, o Comitê da Basileia instituiu regras e práticas de controle das operações bancárias visando proteger e reforçar a estabilidade financeira a nível internacional (Roberts, 2000).

O Comitê não possui a autoridade de impor aos seus representantes que adotem as regras estabelecidas no Acordo. Todavia, é de se esperar que os acordos definidos ali tenham um alto grau de absorção para os países membros.

O Acordo da Basileia de 1988 foi, na verdade, mais um resultado da globalização financeira do que propriamente uma reorientação dos métodos de regulação. Seu *target* principal foi o nivelamento das regras para uma melhor concorrência entre os grandes bancos, aqueles com atuação internacional, além de medidas gerais que reforçassem a estabilidade do sistema.

O processo de liberalização financeira e globalização tinham colocado os Bancos americanos em confronto com os europeus e japoneses. A grande discussão levantada pelas autoridades americanas, era que os bancos de seus países tinham regras de participação de capital próprio, enquanto que seus concorrentes poderiam operar inteiramente com capital de terceiros, tal fato trazia desvantagens competitivas, pois implicavam em custos de capital elevados, pois tinham que emitir ações ou aportar capital via *equity* para constituir um patrimônio líquido que outros bancos internacionais estavam dispensados.

Com isso, foi instituído que todos os bancos, mais precisamente aqueles com atuação global, teriam que dispor de capital próprio, como uma regra aplicável a todos os países participantes do Acordo.

Cabe destacar que o referido documento não tinha como objetivo mudar as regras prudenciais vigente, o principal objetivo era nivelar os agentes, de forma que pudessem competir de uma forma justa.

Portanto, o estabelecimento de coeficientes de capital foi o princípio central do acordo de 1988. No entanto, a adesão foi aquém do que se esperava, porque as regras de imposição de capital foi estendido também para todo o setor bancário, e não apenas para os bancos internacionalmente ativos dos países do G10. Mais ainda, não apenas os países mais industrializados aderiram de uma forma mais ampla, como outros países desenvolvidos e emergentes também o fizeram, tornando o acordo um marco na reorientação da regulação prudencial do final do século XX.

Havia um certo descontentamento com as regras regulatórias que vigoravam até então, dado às novas condições de operações dos bancos. O descontentamento maior, vinha em função da lacuna deixada pela grande possibilidade do risco moral.

O risco moral surgia na medida em que os bancos, não tinham incentivos para aplicar os recursos captados via depósitos em operações de baixo risco, já que não havia interesse por parte dos depositantes na qualidade do ativo no qual os recursos foram investidos. Os clientes se sentiam confortáveis quanto ao risco de suas reservas pois eram garantidas pelo Estado. Os bancos, contudo, viam-se estimulados a realizar operações com maiores rentabilidades, que em geral são operações com maiores riscos, sempre visando o maior lucro, pois em caso de default caberia ao Estado todo o ônus do passivo. As autoridades ao tentarem minimizar o risco de uma firma bancária entrar em falência, acabava por dar alicerces para uma política com menor gerenciamento de risco, o que era no mínimo contraditório.

Com a imposição de coeficientes de capital, essa lacuna, em tese, seria preenchida, pois uma perda de ativo por parte do banco representaria também uma perda de seu próprio capital, diminuindo as chances de ocorrência de risco moral.

O acordo de 1988 compartilhava com a estratégia anterior a natureza tutelar da supervisão financeira. Voltada para administração de risco de crédito, o acordo também quantificava os riscos tomados pelos bancos (risco do ativo), emitia-se uma tabela onde a cada classe de ativos identificada correspondia uma medida de risco.

Tabela III – Ponderação de risco por categoria de ativos

0%	títulos do governo central ou do banco central do país em moeda local títulos de governos ou bancos centrais de países da OCDE
0 á 50%	Títulos de instituições do setor público
20%	Títulos de bancos multilaterais de desenvolvimento Direitos de bancos incorporados na OCDE Direitos de bancos fora da OCDE de prazos menores que 1 ano
50%	Empréstimos imobiliários hipotecários
100%	Títulos do setor privado Títulos de governos fora da OCDE

Fonte: BIS (BCBS,1988,p.21)

As ponderações de risco foram estabelecidas a partir de diferentes categorias de ativos, sendo estas criadas a partir das características principais do tomador do qual poderia ser: soberano, bancário ou empresarial; membro ou não-membro da OCDE¹⁵; governos centrais (bancos centrais) ou instituições privadas; e em alguns casos, em função dos prazos dos ativos (emissões de curto ou longo prazos) (Ver Quadro acima).

A partir da aplicação destes coeficientes de ponderação de riscos, os bancos deveriam manter, no mínimo, uma taxa de capital total igual a 8% do ativo. Os ativos considerados seguros, como títulos do governo, teriam peso de risco 0, ou seja, o banco não teria que manter capital em função das posições em títulos do governo em sua carteira. Já os empréstimos tradicionais para o setor privado, com ponderação de risco de 100%, exigiriam do banco a manutenção de 8% de suporte de capital (Mendonça, 2004).

Sobre o capital mínimo relativo, de acordo com Troster (1995), funciona como uma restrição de alavancagem e determina a participação relativa de recursos próprios sobre o capital total de recursos. Basicamente, o capital mínimo relativo é um amortecedor para enfrentar queda no valor dos ativos e ou aumento nos custos operacionais do banco. Deve, portanto, ser proporcional aos riscos envolvidos.

Dada a diversidade de operações dos bancos, era de se esperar a dificuldade na implementação dessas quantificações, possibilitando aos bancos ganhos de arbitragem, já que muitas vezes os riscos do mercado eram diferentes dos riscos precificados pelo Acordo.

¹⁵ Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico é uma organização internacional e intergovernamental que agrupa os países mais industrializados do mundo.

Outras distorções eram verificadas, na medida em que o acordo da Basileia foi concebido com o bancos atuando dentro de suas atribuições tradicionais (captando recursos e os alocando na forma de empréstimos).

Na medida que se impunha mais restrições a atividade bancária, com uma regulação voltada para o risco de credito, criava-se incentivos ainda maiores para os bancos que pudessem fazê-lo , mudar o seu mix de produtos privilegiando as operações securitizadas, que cresciam vertiginosamente nesse período. Todavia, perdeu-se uma boa oportunidade de regular o mercado de títulos que continuavam ao “sabor” do mercado.

Desse modo, enquanto estabeleceu as regras de coeficientes de capital, o novo acordo foi bastante eficaz. No tocante a seleção dos riscos de credito, como se pretendia fazer, o acordo ainda provocava muitas distorções. Em meados da década de 90, foi feita uma primeira iniciativa de correção pelo Comitê. Uma emenda ao acordo original foi aprovada em 1995, estendendo a necessidade de constituição de coeficientes de capital também para o risco de mercado (risco representado pela variação dos preços de títulos que se tenha em carteira), sendo esse calculo elaborado pela instituição regulada e não pelo regulador.

4.2 - O Novo Acordo da Basiléia

Diversas crises financeiras assolaram os países periféricos de 1997/98 e revelaram, mais uma vez, as dificuldades enfrentadas na regulamentação das atividades dos bancos internacionais. Essas crises tiveram impactos menos adversos sobre essas instituições do que a crise da dívida externa latino-americana de 1982, devido, em grande medida, à adoção pelos países do G-10 das regras de adequação de capital do Acordo de Basiléia de 1988, que resultaram numa maior capitalização do sistema e, assim, numa maior capacidade de resistência às crises (Freitas e Prates, 2001).

Contudo após as crises ocorridas na Ásia em 1997 e Rússia em 1998, o mercado financeiro internacional tomou uma nova consciência dos riscos aos quais os diversos sistemas bancários estavam expostos, colocando em discussão novas recomendações que serão passadas aos bancos centrais, sugerindo melhorias nos controles de risco definidas pelo Comitê da Basiléia (Ono, 2002).

As inovações no novo Acordo da Basileia, dizem respeito aos riscos abarcados e às formas de mensuração dos riscos e de cálculo do capital mínimo a ser mantido.

No tocante aos riscos considerados no cálculo da taxa de capital, além dos de risco de crédito e de mercado já considerados no Acordo original, introduziu-se o risco operacional¹⁶.

¹⁶ Risco Operacional: possibilidade de ocorrência de perdas resultantes de falha, deficiência ou inadequação de processos internos, pessoas e sistemas, ou de eventos externos, incluindo o risco legal associado á inadequação ou deficiência em

A nova emenda de 1995, já reconhecia que deveria conceber os Bancos dos anos 90 como instituições complexas com operações mais complexas ainda. Enraizava-se a visão do abandono da perspectiva tutelar de supervisão financeira, dada a ineficiência dessas medidas num cenário de constantes transformações das firmas bancárias.

O novo acordo da Basileia, ou Basileia II, consagra esta reorientação estratégica ao estender a possibilidade do próprio banco definir e mensurar os riscos a que está sujeito no tocante ao risco de crédito e risco operacional.

Como definem Morandi e Firmo (2010),

“ O novo acordo deu liberdade para os bancos gerarem seus próprios modelos de cálculo de risco, adequando às particularidades de suas operações, seguindo apenas alguns princípios básicos de cálculo prudencial dos riscos assumidos. Ao reconhecer a crescente complexidade das operações bancárias e dar liberdade para a geração de modelos próprios, o Comitê de Basileia pretendeu estabelecer critérios prudenciais de gestão de riscos, que fossem efetivamente adotadas pelas principais instituições do mundo”.

contratos firmados pela instituição, bem como a sanções em razão do descumprimento de dispositivos legais e a indenizações por danos a terceiros decorrente das atividades exercidas pela instituição.

CAPÍTULO V – REFORMA DO SETOR FINANCEIRO AMERICANO PÓS CRISE DE 2008

Na crise econômica recente, e na iminência de risco sistêmico com raízes no setor financeiro, o governo americano se viu obrigado a utilizar recursos públicos para sanear inúmeras instituições financeiras.

Inicia-se portanto discussões a cerca das inúmeras falhas observadas nos mercados buscando-se soluções regulatórias e de supervisão que possam evitar ou pelo menos criar mais resistências a um novo colapso financeiro.

Como vimos, a exigência de um capital próprio mínimo ponderado pelos riscos nos ativos dos bancos foi o elemento central nas modelos de regulação prudencial que inspiraram os Acordos de Basileia. No entanto, a crise de 2008 veio alertar aos mercados que não foram suficientes para a proteção dos sistemas financeiros.

Constatou-se também que o risco incorrido pelas instituições estava subestimado, que parte dos ativos eram colocados em veículos fora dos balanços, diminuindo as exigências de capital e aumentando a alavancagem. Percebeu-se que a exigência de capital também não era suficiente para frear a pequena aversão a risco por parte dos administradores/diretores de instituições financeiras e que havia pouca preocupação com o risco de liquidez dos bancos.

Diversos trabalhos e estudos foram desenvolvidos com a missão de buscar soluções regulatórias que doutrinam novamente o mercado. Sabe-se historicamente, que medidas regulatórias sempre enfrentaram resistências, seja pelos atores que serão mais rigidamente regulados, implicando custos maiores de capital, sejam por insatisfações políticas. No entanto existe um consenso parcial de idéias regulatórias que passaremos a discutir adiante, inclusive dentro do governo atual dos Estados Unidos, que deve acelerar as implementações reformistas, tendo um novo arcabouço regulatório como ponto de partida.

5.1 - Risco Sistêmico e o enfoque macro-prudencial

Como vimos ao longo do trabalho, a regulação prudencial sempre focou a solvência das firmas de forma individual. Vigorava uma idéia predominantemente micro-prudencial de regulação, sem uma doutrina específica para os problemas de risco sistêmico. Tipicamente, a regulação buscava limitar o risco de cada instituição vista isoladamente, sem focar no risco do sistema financeiro como um todo. Predominava a idéia que, uma vez que cada instituição estivesse segura, toda a solvência do sistema estaria também assegurada. A atual crise veio alertar falhas nessa abordagem, Loyola (2010).

Para o autor, havia uma falácia na composição dessa hipótese, tendo em vista a possibilidade de que a gestão de risco por parte de cada banco individualmente possa levar a um comportamento que, coletivamente, aumente o risco sistêmico.

Segundo Loyola (2010), o exemplo típico de comportamento individual que aumentou o risco sistêmico foi o processo de venda de ativos financeiros iniciado pelos bancos para reduzir seus riscos individuais. Tal comportamento contribuiu ainda mais para o colapso dos preços dos ativos e aumento da volatilidade, o que redundou num círculo vicioso que minou a saúde financeira de todo o sistema.

Dessa forma, e como, o princípio norteador das reformas é a importância de conter riscos sistêmicos, uma das propostas é a criação de um agente específico para fiscalizar os riscos macroprudenciais ou sistêmicos.

Nesta abordagem macro, o risco é considerado endógeno ao funcionamento do mercado financeiro, enquanto na visão microprudencial, o risco é visto como exógeno à atuação de cada instituição. Sob esse ponto de vista, a saúde de uma determinada firma não sugere que todo o sistema esteja a salvo. Sendo assim, é perfeitamente admissível que o comportamento racional das firmas individualmente possa acarretar resultados agregados indesejáveis.

Como as possibilidades de risco sistêmico possui diferentes níveis de distribuição entre as instituições. O foco da política macro de regulação será direcionado àquelas instituições de importância sistêmica, que são mais propensas a gerar riscos com proporções maiores. Por esse motivo deveriam ser mais reguladas e supervisionadas do que outras instituições financeiras.

No Relatório recente publicado pelo G30¹⁷, são definidas as principais características de instituições “sistematicamente significativas”, transcritas abaixo:

1. Tamanho. O balancete conceitual é uma medida usada com frequência, mas, sozinho, não é suficiente. Medidas mais refinadas devem levar em consideração uma combinação de itens intra- e extra-balancetes com pesos apropriados atribuídos aos riscos. Em seguida, estas medidas devem ser analisadas em relação ao tamanho dos mercados financeiros de um país, seu sistema bancário e economia, com algumas instituições individuais ou sistemas bancários nacionais que apresentam um potencial para problemas que vão além da capacidade de suporte do governo de seu país de origem.
2. Alavancagem. A escala da alavancagem empregada e a velocidade da contração do passivo em potencial é outra característica importante. Apenas grande porte não é suficiente para determinar um risco sistêmico em potencial, caso este porte seja apoiado por um patrimônio permanente e uma estrutura de passivos consistente com as características dos ativos. É a interação de ativos ilíquidos

¹⁷ O G30 – grupo internacional privado, constituído por conceituados representantes do setor privado e público de diversas nações, que busca contribuir com debates de diferentes naturezas econômicas – em julho de 2008 iniciou um projeto de reforma financeira, iniciado quando a crise global chegou a seu 2º ano. O relatório, intitulado “Reforma Financeira – uma Estrutura para Estabilidade Financeira”, desenvolvido pelo Grupo, busca reorganizar o sistema financeiro de modo que se consiga assegurar um bom nível de estabilidade. Muitas idéias desenvolvidas nesta seção foram motivadas pelo trabalho supracitado.

relativamente arriscados e grandes volumes de financiamento de curto prazo que criam os maiores potenciais para colapsos perturbadores.

3. Escala de interconectividade. Refere-se ao grau em que o colapso em potencial de uma empresa terá efeitos de arrastamento imediatos e de vulto sobre um grande número de outras instituições financeiras significativas. Neste aspecto, talvez as duas melhores medidas sistêmicas sejam: a escala (tamanho) e escopo (faixa de mercados) de instrumentos de vendas de balcão (OTC) derivados; e a maior exposição ao risco de caução de contrapartida bruta e líquida de empresas específicas. A falta de transparência nesses mercados (em contraste com arranjos de câmbio baseados em câmaras de compensação) tornou particularmente difícil avaliar níveis sistemicamente significativos de interconectividade.

4. O significado sistêmico de serviços de infraestrutura. Certos tipos de serviços de infraestrutura proporcionados por instituições financeiras a outras instituições são de importância sistêmica. Estes incluem serviços de custódia altamente especializada, compensação, liquidação e pagamento e muitos dos serviços proporcionados por corretores preferenciais. Estes serviços são de natureza tal que inevitavelmente requerem grande integração de crédito entre provedores e usuários de serviços, e mudanças em relações de serviço são operacionalmente complexas e tomam muito tempo.

Na prática, é uma certa combinação dessas características que faz com que uma instituição tenha o potencial para ser “sistemicamente importante”. Embora estes critérios possam ser definidos com antecedência em termos gerais, seria sensato ou prudente que os reguladores não os definissem com precisão estatística ou de forma inflexível. Ao invés disso, um regulador prudencial de um país (em cooperação com bancos centrais daqueles países onde estes papéis são separados) deveria ter autoridade suficiente para modificar os critérios usados para fazer estas avaliações. O resultado final deve oferecer uma base para se identificar empresas que provavelmente requeiram uma intervenção regulatória em potencial para gerenciar o processo de colapso e, portanto, também requerem uma maior supervisão preventiva.

Não se quer tirar o peso e a importância da regulação prudencial voltada para todas as firmas individuais. O que se pretende, na verdade, é definir aquelas instituições, que em momentos de insolvência, possuem maior potencial para gerar pânico aos mercados.

Verificou-se que existiram problemas em empresas sub ou não regulamentadas que se tornaram um ponto crítico para a disseminação da crise do *subprime*. No início de 2008, haviam 8 empresas financeiras norte-americanas não bancárias de porte muito grande, que seriam consideradas hoje como sistematicamente significativas. Portanto, neste novo momento, empresas não bancárias de grande porte, e de implicações sistêmicas deverão também ser reguladas.

5.2 - Desenvolvimentos em Infra-estrutura

5.2.1 - Derivativos de balcão e os riscos de contraparte

Os Derivativos são ativos subjacentes atrelado a uma gama diversa de ativos que se negociam através de contratos bilaterais formalizados entre as partes. Os mercados de balcão, conhecido também pela sigla OTC – “*over the counter*” - são os canais nos quais as operações se materializam.

Diversos contratos são transacionados entre investidores e intermediários financeiros com regras contratuais diversas para cada tipo de transação. Os bancos e corretoras, que atuam como *dealers* são a contraparte na operação e exigem dos investidores um colateral que é depositado na própria instituição, além dos ajustes diários em caso do mercado se dirigir numa posição oposta a estratégia daqueles. O contrário, caso o mercado esteja alinhado com a estratégia do investidor, não necessariamente, a instituição devolve os lucros, neste caso mantém em reserva, aumentando, o volume de margem previamente acordado da operação.

São dois os riscos de contraparte assumidos geralmente nessas transações de derivativos em OTC pelos investidores. O primeiro, é a não garantia de que, ao zerar sua posição no mercado futuro¹⁸, o intermediário devolverá seu colateral - contratualmente ele pode usar esses recursos de forma ilimitada - ou seja, o investidor ao longo da operação torna-se credor do Banco ou Corretora, dita contraparte. Ademais, os lucros da operação, são devolvidos ao final do contrato, independente da pré-liquidação efetuada, gerando incremento de exposição a risco por parte do investidor. Frente o exposto, obviamente, torna-se um grave problema em um cenário de falência da contraparte.

Na atual crise, tais problemas tiveram seu topo com as dificuldades do mercado de *Credit Default Swaps* (CDS). Esses derivativos – em que há a transferência entre as partes do risco de default de um determinado devedor – são negociados em mercados de balcão, sem padronização dos contratos e sem mecanismos de liquidação multilateral das obrigações contratuais. Com isso, aumentou-se o risco de contraparte, o que em momentos de estresse contribui para elevar o grau de incerteza entre os participantes de mercado, reduzindo a liquidez e ajudando na disseminação da crise de confiança.

Uma vez que esses mercados de derivativos cresceram em complexidade e tamanho até se tornarem muito maiores que os mercados á vista aos quais estão relacionados, a escala dos problemas aumentaram e a pressão para que bancos centrais e outros reguladores lidem com esses problemas cresceu.

Dentre os esforços para regular o mercado de balcão, destacam-se os esforços para estabelecer um arranjo de contraparte central de liquidação (CCP). Uma entidade separada que faria a liquidação financeira e custódia, manteria os recursos (colateral e resultados acumulados) e cuidaria para que a execução das garantias seguissem as condições pré-determinadas contratualmente.

¹⁸ O seguinte exemplo ilustra esse ponto: um fundo compra um contrato futuro de câmbio para liquidação em 1 ano. Após 5 meses, preço do câmbio a vista sobe e o investidor resolve fechar a operação com lucro. Vende a mesma posição em contratos pelo preço do câmbio de mercado, que é maior que o preço a termo, zerando sua posição no mercado futuro. A diferença entre a taxa futura acordada e o preço do câmbio a vista refere-se ao lucro financeiro da operação.

A criação de uma terceira parte, segregaria as atividades das Instituições que hoje, atuam tanto como intermediadores em operações com derivativos, assim como utilizam essas garantias para alavancar seus ganhos.

Como o risco de contraparte se manifestou e se materializou em grandes perdas de capital nas fases mais agudas da crise¹⁹, é de se esperar, e dada a natureza global desse mercado, avanços na estrutura regulatória consistente em uma escala também internacional.

5.2.2 - Mecanismo de Resolução para instituições financeiras em colapso

A disciplina de mercado funciona melhor em um sistema no qual podem ocorrer falhas sem que estas se tornem uma fonte de grandes perturbações e contágio. Isso só pode ocorrer dentro de empresas financeiras grandes e complexas se a infra-estrutura e seus mecanismos de mercado que têm de operar forem transparentes, dando tranquilidade aos credores e clientes para que possam reaver seus interesses de forma branda, numa situação de falência da instituição.

Embora não sejam perfeitos, tais mecanismos mostraram-se eficientes em bancos regulamentados. Os problemas surgiram no contexto de instituições financeiras não bancárias, mais especificamente a intervenção para evitar o colapso de Bear Sterns e a declaração de falência do Lehman Brothers, mostraram que era preciso reforçar os mecanismos de resolução de colapsos de grandes instituições não bancárias.

Em qualquer país, o modelo apropriado deverá estabelecer um regime legal apropriado que dê aos reguladores e autoridades de exigir avisos com antecedência, imediatas ações corretivas e fechamentos organizados de organizações bancárias regulamentadas, bem como outras instituições regulamentadas de importância sistêmica.

Nos EUA, especificamente, já ocorrem tal regulação devendo haver o aperfeiçoamento em termos de coordenação entre reguladores funcionando em contextos legais distintos, e a inclusão de instituições não-depositárias, que cujo colapso, poderiam ameaçar a estabilidade do sistema financeiro.

Ainda na seara da transparência, é preciso re-examinar e melhorar a divulgação de padrões em mercados garantidos por ativos e outros mercados estruturados de renda fixa. É necessário que os reguladores reconheçam que há um interesse público em assegurar a divulgação adequada aos investidores nos mercados privado e atacadista no caso de produtos garantidos por ativos e outros produtos estruturados de renda fixa. Atualmente, as informações que provavelmente são significativas geralmente não estão disponíveis e isso precisa ser examinado.

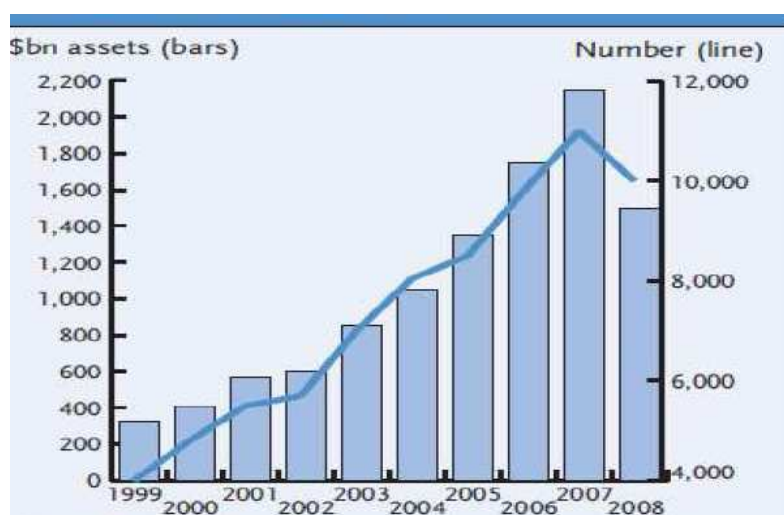
¹⁹ Em setembro de 2008, o colapso da Lehman Brothers gerou enormes perdas nos mercados de derivativos por conta da materialização dos riscos de contraparte. Nas semanas seguintes, investidores ao redor do globo tiveram medo de perder suas ações e títulos custodiados em instituições cujas solvências ficaram sob suspeita. Se um grande custodiante tivesse falido, as perdas teriam sido provavelmente superiores àquelas geradas pela Lehman Brothers.

5.3 - Regulação dos Hedge Funds ou fundos especulativos.

Os *Hedge funds* são caracterizados por uma combinação de gestão de ativos de alto risco com alta alavancagem. Historicamente, eram fundos voltados para clientes sofisticados ou institucionais.

No entanto, com o crescimento da indústria de fundos, passam também a atrair clientes menos sofisticados, inclusive do varejo. Foram importantes personagens do *shadow banking*, dando liquidez ao mercado de títulos *subprime* e sempre estiveram a margem de qualquer tipo de regulação ou supervisão. Como podemos ver abaixo, em 2007 tais fundos atingiram mais de US\$2 trilhões em ativos com mais de uma dezena de milhares de gestores.

Figura IV- Evolução Patrimonial vs nº de gestores de *Hedge Funds*



Fonte: IFSL

Não cabe aqui discorrer sobre os métodos de gestão empreendidos por seus gestores. Mas de fato, o objetivo de regulação deverá tentar sempre alinhar os interesses dos gestores, investidores e sociedade. No entanto, incentivos a tomada de riscos, para maximização de taxas de performance e métodos de retenção de liquidez em momentos de resgate pelos investidores criam distorções que precisam ser revistas pelas autoridades, Tourinho (2010).

Todavia, o que gerou uma mobilização maior dos reguladores em relação a esses fundos, referem-se a alta interação deles com o sistema bancário. Nos momentos de maior expansão do crédito, os *hedge funds* eram tomadores de títulos *subprime* originados pelos Bancos. Quando esses ativos começaram a ser mal vistos pelo mercado, uma corrida de resgates a esses fundos se sucedeu, e os bancos foram obrigados a socorrer essas instituições, retornando o risco desses títulos a seus balanços e evidenciando ao mercado a alta inter-dependência entre as partes.

Dado a importância relativa de alguns fundos especulativos, as medidas discutidas mostram a preocupação em identificar as possíveis instituições que seriam passíveis de transmitir, em caso de insolvência, riscos para o sistema. Como medidas de minimização de riscos, os projetos de regulação para o setor indicam que os reguladores deverão requisitar aos fundos e a seus administradores que se registrem junto a SEC e divulguem as informações de seus ativos em carteira através de relatórios periódicos. Apenas em casos, de fundos acima de um tamanho, com potencial para tornar-se sistematicamente significativo, deverá o regulador estabelecer padrões de gerenciamento de capital, risco e liquidez²⁰.

5.4 - Padrões de Governança , gerenciamento de risco, capital e liquidez.

Há muitos agentes envolvidos num sistema financeiro baseado em Mercado. O intuito de uma Regulação prudencial é equilibrar o interesse entre essas forças e diminuir as assimetrias de informações.

O princípio que melhor atende esse equilíbrio é fazer com que os agentes que assumem riscos com recursos de terceiros devem arcar, em alguma medida, com as conseqüências de perdas desse capital. E quando essa premissa é atendida, menores são as chances de risco sistêmico. O segundo princípio é o da transparência na assunção de riscos, para que todos os *stakeholders* tenham subsídios para uma melhor avaliação de equilíbrio entre risco e retorno.

Durante a crise, foram encontrados enormes descompassos em incentivos, que contribuíram para instabilidade e ciclicidade dos mercados financeiros, com falhas na transparência de risco, exigindo medidas regulatórias que suavizem tais incentivos e reduzem esse “abismo” de informações entre intermediadores e investidores, exigindo novos padrões regulatórios.

O problema da ciclicidade dos mercados mostrou que em momentos de expansão econômica, ou seja, um ciclo de alta, os agentes tornam-se menos avessos a riscos e tendem a subestimar os riscos de suas operações, produzindo taxas mínimas de capital inadequadas. Em momentos de baixa do ciclo, tendem a sobreestimar os riscos, sendo excessivamente cautelosas em suas análises. Portanto, as novas normas devem atenuar as características pró-cíclicas das instituições nos seus modelos internos de gerenciamento de risco.

5.4.1 - Capitais mínimos

Como vimos, o alicerce conceitual de Basileia I e II é o fato de o capital mínimo requerido ser função direta dos ativos ponderados pelos seus respectivos riscos. Sendo assim, Loyola (2010), sempre que por alguma razão, há subestimação dos riscos esperados, o capital mínimo tende a cair abaixo do

²⁰ Para detalhes, ver Tourinho (2010).

que seria minimamente desejável. É justamente, o que tende a ocorrer nos momentos de boom econômico, quando a probabilidade de default e outros parâmetros são calculados no ponto de menor risco, reduzindo o capital mínimo requerido e liberando limites adicionais de alavancagem.

Portanto, as próprias normas de capital mínimo, têm uma característica pró-cíclica que favorece o aumento de alavancagem e exposição a risco em momentos de expansão econômica. Dessa forma, segundo Loyola (2010), o risco sistêmico é potencializado pelas próprias regras prudenciais.

Sobre essa questão, o G30, em seu relatório, alerta quanto a necessidade de melhoria das técnicas de mensuração de riscos para vinculação de padrões de capital para o risco estimado.

No entanto, advertem que mesmo técnicas melhoradas para estimativa de riscos terão limitações inerentes. Quando são reconhecidas tais limitações, fica possível tornar os padrões de capital mais práticos e menos pró-cíclicos expressando-os em ternos de amplas faixas operacionais, ao invés de estimativas de ponto mínimo.

Este enfoque deveria encorajar o acúmulo de capital durante períodos de expansão, desencorajar recompras de ações e políticas de dividendos agressivas e, ao mesmo tempo, permitir algumas reduções em períodos de tensão.

Os reguladores precisarão encorajar os bancos a internalizar esta disciplina através da exigência de políticas de gerenciamento de capital vinculadas a uma análise cuidadosa das implicações de cenários de tensão para as necessidades de capital.

Nesse sentido, Loyola (2010) sinaliza para a importância de assegurar que o cálculo do risco de crédito inerente aos portfólios seja realizado levando em conta o ciclo econômico integralmente e não apenas em seus melhores momentos. Na recente crise, os modelos estatísticos de risco mostraram-se insuficientes para terem utilidade na antecipação de situações de estresse de mercado.

O autor também enfatiza a importância da exigência para os bancos constituírem reservas de capital nas fases de expansão para servirem de colchão para momentos de contração da economia.

Outras medidas são defendidas por alguns autores como a necessidade de se adotar também um limite máximo de alavancagem para instituições sistematicamente relevantes com base nos seus ativos totais não ponderados pelo risco. Esse limite funcionaria como uma espécie de seguro para cobrir situações excepcionais não cobertas pelas normas ordinárias de capital. Merece consideração, porque pode servir de última linha de defesa no caso de falhas nos modelos estatísticos de risco, cujas deficiências foram observadas na crise atual.

5.4.2 - Gerenciamento de risco de liquidez

Castro (2010) em pesquisa realizada com 53 fundos de investimento, bancos e fundos soberanos, apontou que 2/3 dos gestores entrevistados referem-se ao problema da liquidez como o grande desafio de seus modelos.

Conclui-se que uma das graves falhas que emergiram da crise foi a pouca importância dada a liquidez na avaliação da qualidade de seus ativos financeiros. Estes segundo Loyola (2010) são avaliados basicamente pelo valor presente do fluxo futuro de renda esperado, levando em conta a probabilidade de default do devedor.

Entretanto, a turbulência que se seguiu a quebra do Lehman Brothers, disseminou uma crise de confiança tamanha, que mesmo ativos de emissores solventes mostraram-se sujeitos a grande perda de valor, num processo de espiral liquidez-preço que corroeu os balanços de diversas instituições.

A atual crise financeira tem se caracterizado por dois conjuntos inter-relacionados de tensões de liquidez. Um deles é a evaporação de ativos em mercados funcionais, com exceção de títulos do governo, com a consequência de que os mecanismos para encontrar bons preços no mercado deixam de ser confiáveis. O outro são tensões de financiamento, que se refletem nos deslocamentos dos mercados de financiamento interbancários e a interrupção virtual de mercados de financiamento de dívidas por prazo até mesmo em instituições financeiras muito bem cotadas.

A extensão destas tensões sugere que melhores padrões de capital baseados em riscos não proporcionam, em si mesmos, uma base capaz de garantir a estabilidade financeira. Também é preciso haver padrões para riscos de liquidez.

Num outro contexto, segundo Loyola (2010), o risco sistêmico carregado por uma categoria de ativos passa a depender da maneira como são fundeados pelos seus detentores. Se o *funding* tiver o mesmo prazo do ativo, o risco sistêmico é pequeno, já que não haveria necessidade de venda forçada do ativo por causa de momentânea falta de liquidez; no entanto, se tal ativo estiver sendo financiado por recursos de curto prazo, o risco sistêmico eleva-se, porque o desmonte da posição no mercado implica em forçar para baixo o preço do ativo, afetando todas as instituições que carregam direitos iguais ou semelhantes.

Para tanto, segundo o autor, as regras deveriam estipular que quanto maior o descasamento efetivo entre ativos e passivos, maior será o capital mínimo requerido

O grupo G 30 na Recomendação 11 do seu relatório, citam a importância da instituição de normas para que as instituições mantenham um considerável e diversificado mix de financiamento de longo prazo e um anteparo de ativos não onerados de alta liquidez. Uma vez desenvolvidos tais padrões, é preciso pensar qual o melhor mix de dívida principal e passivos subordinados para as estruturas de capital do banco.

Direcionamentos supervisórios de padrões de liquidez deveriam se basear em uma análise mais refinada das capacidades de uma empresa de manter ampla liquidez em condições de tensão, inclusive com a avaliação da qualidade e eficácia de suas políticas de gerenciamento e liquidez e plano para financiamento de contingências.

5.5 - O problema das políticas de compensação e bônus a executivos.

Há muitas discussões a respeito das “pomposas” bonificações dos executivos de instituições financeiras. O Governo Obama, foi duramente criticado, ao injetar enormes cifras para socorrer bancos, não criando restrições a esses pagamentos. É lógico que a população americana estava protestando contra o uso de recursos públicos, que poderiam ser usados para outros fins (como saúde e educação por exemplo), para restaurar a solvência de instituições financeiras, retornando os altos pagamentos aos executivos.

O problema é se esse modelo que vigora no mercado, aquele que visa altos lucros de curto prazo sem o gerenciamento adequado de risco, gerando altos prêmios aos executivos dos bancos condiz com uma realidade e estabilidade financeira de longo prazo.

Esta crise deixou claro que este não é o melhor modelo, e que é preciso alinhar as práticas de compensação aos incentivos de uma empresa em um efetivo gerenciamento de riscos. O pagamento de bônus deve estar alinhado com os interesses de longo prazo dos acionistas, ao invés de retornos a curto prazos que não podem ser sustentados.

5.6 - Reforma de agências Classificadoras de Risco (NRSOs).

As Organizações de Classificação de Títulos eram empresas que analisavam o risco de títulos de dívida de empresas ou emitentes, ou de produtos estruturados específicos (como um pool de ativos hipotecários de milhares de mutuários originados por Bancos, agencias hipotecárias e corretores).

As notas de crédito emitidas por essas agências eram vistas com credibilidade pelo mercado, sendo as avaliações auferidas por elas um excelente indicativo para o risco dos papéis/títulos analisados que eram transacionados.

Com o tempo, muitas instituições financeiras, visando a maximização de lucro e ganhos operacionais, passaram a terceirizar para essas agências toda o processo de análise de crédito de seus ativos.

Cabe destacar, e como parâmetro de avaliação para a importância que essas agências assumiram no período pré-crise, é que os próprios órgãos regulatórios passaram a considerar as notas de risco de crédito como um importante indicador na definição de capital mínimo exigido das instituições reguladas.

Os maiores problemas relacionados a essas agências é que seus serviços não são pagos pelos seus usuários (Bancos, corretores, fundos de pensão,..) e sim pelos emitentes. No caso de uma má avaliação pela agência, significando perdas de capital para os usuários, os mesmo não poderão acionar juridicamente tais agências porque não existe vínculo contratual entre as mesmas. Não existe, portanto nenhuma punição em caso de uma má avaliação, porque o emitente não será prejudicado em caso de uma insolvência não prevista.

Outro problema verificado refere-se a pouca inovação nas técnicas de inovação nas medições de riscos relacionados à liquidez, volatilidade, risco de spread e outros fatores de risco relevantes para valorizações de mercado.

Algumas recomendações vêm sendo estudadas para melhorar os incentivos entre as três partes do processo de notação de risco: o emitente, a agência classificadora, e o investidor.

Usuários, principalmente instituições reguladas, deveriam ter a sua própria equipe de análise de crédito, independentemente do risco oferecido pelos produtos de créditos que estão investindo. Ademais, as próprias agências deveriam incorporar em suas análises, outros fatores de risco (volatilidade de liquidez e preços).

5.7 - Empreendimentos financiados pelo Governo

O modelo de agências para financiamento imobiliário, com fins lucrativos, mas ancorado por suporte governamental, sendo também agentes de política governamental, mostrou-se fadado ao fracasso. Os casos da *Fannie Mae* e *Freddie Mac* são exemplos reais destas distorções²¹.

A noção de garantias do governo e a concorrência de outras empresas propiciou a alavancagem e tomada de risco excessiva. Além disso, existia incentivos de capital para que bancos financiassem essas agências, criando exposições excessivas nessas agências.

Da incompatibilidade verificada na conjunção de uma empresa privada e ao mesmo tempo agente do governo, o mercado se direciona para segregar completamente essas duas atividades (atividade privadas vs suporte governamental) e a necessidade de que qualquer nível de subsidio governamental deverá estar explícito e contabilizado²².

5.8 - Securitização e a restauração da confiança nos mercados.

A securitização foi uma inovação financeira que permitiu mudanças nas formas tradicionais de financiamento dos bancos. Acabam as relações pessoais de tomada de crédito, com carregamento dessas dívidas nos balanços, para a transformação desses créditos em títulos negociados no mercado de capitais. Esses títulos agora são de propriedade de milhares de investidores disseminando o risco para todo o mercado.

A complexidade excessiva desses instrumentos e a falta de transparência motivaram a perda da confiança dos investidores. Evidenciaram-se falhas no modelo de “criação e cessão”, com criação de

²¹ Após a divulgação de enormes prejuízos com seus ativos deteriorados pelo aumento da inadimplência no segmento imobiliário. A *Fannie Mae* e *Freddie Mac* sofreram intervenções estatais, passando o governo americano a deter o controle dessas agências.

²² Para detalhes, ver G30, “Reforma Financeira - Uma Estrutura para Estabilidade Financeira”, junho de 2008.

métodos de transação ao invés de relacionamento e retenção, concentrações em riscos de crédito com premissas otimistas de liquidez e retenção de tranches mal estruturadas e supervalorizadas, corroboraram o declínio observado desse mercado desde o início da crise.

Contudo, não há dúvida de que as transferências de risco geradas pela securitização trazem benefícios claros à eficiência econômica, pois fazem com que os riscos sejam carregados por aqueles que estão dispostos a corré-lo. Não obstante, segundo Morandi, Firmo (2010), parece claro que, dentre os objetivos que explicam a criação dos Fundos ABS e ABS CDOs e o repasse dos mesmos às SIVs/SPVs²³, o componente de arbitragem regulatória é um dos principais.

O processo de rearranjo da alocação de exposições de uma instituição bancária com o objetivo de minimizar o capital regulatório sem que de fato o risco incorrido pela mesma se reduza é chamado de “arbitragem regulatória.

Os autores explicam que o capital econômico separado para cobrir as perdas não esperadas tem um custo de oportunidade para os acionistas da instituição. Por causa desse custo de oportunidade, há incentivos para que uma instituição bancária sujeita a regras de regulação quanto a capital mínimo procure, para aumentar a sua competitividade, reduzir o capital, dados um retorno-alvo de seus acionistas e seus custos de captação, operacionais e administrativos. Tal objetivo de minimização do capital regulatório nos permite em larga medida explicar o desenho dos instrumentos de securitização que estão no cerne da crise.

A transferência dos ativos imobiliários de maturidade longa, de até 30 anos, para as SIVs/SPVs, que eram repassados com financiamentos de títulos de curto prazo, gerava um descasamento de prazos perigosos. A garantia que essas empresas apresentavam eram as linhas de liquidez prometidas por seus bancos controladores, que no entanto não eram contabilizados em seus balanços .

Os bancos assim, através da securitização, trocavam créditos de prazos longos que exigiam maior capital regulatório, por posições de maturidade mais curta (já que financiavam a venda de suas carteira por prazo menor), com garantias que ficavam fora dos balanços. Na prática, os bancos não se desfaziam do risco, mas deixavam de alocar capital regulatório para cobri-lo. Tais linhas de liquidez “extra oficiais” desconsidera o colchão de capital implícito nas regras de capital regulatório.

Morandi, Firmo (2010) também enfatizam que as securitizações eram feitas com avaliações inadequadas de risco, refletindo os altos preços dos ativos durante o boom, dando uma maior segurança aos investidores, já que em casos de inadimplência a recuperação seria alta, dado o alto valor do lastro dos ativos (garantias reais).

Outro problema verificado por essas estruturas foi o alto risco de concentração das exposições de recebíveis imobiliários que lastreavam as estruturas criadas. Tais ativos eram correlacionados sistematicamente, seja pelo perfil dos devedores, seja pela concentração regional dos créditos.

²³ Ver cap.1

Morandi, Firmo (2010), destacam que os fatores supracitados (alocação de capital para patrocínio de linhas de liquidez e avaliação inadequada de rating) estavam todos explicitamente abordadas em Basileia II, ressaltando que o fato de não ter havido exigência adicional para compensar o efeito da correlação entre as exposições (risco de concentração) pode ser considerada também uma falta de aplicação das normas vigentes, cabendo uma melhor supervisão das autoridades competentes, ou seja, os problemas não estariam na ausência total de regras, mas sim, na relação da desobediência dos agentes regulados, movidos por incentivos diversos vis a vis a falta de fiscalização dos agentes reguladores.

Um mix, de uma melhor aplicação das normas atuais com melhores padrões de supervisão, e de divulgação e transparência associados a melhores padrões de subscrição dos créditos, exigindo que as instituições financeiras retenham uma parcela significativa do risco de crédito que estão embutindo em produtos de securitizados e outros produtos de crédito estruturado. Somados a implementação de novos padrões contábeis internacionais planejadas para 2010 com o propósito de consolidar os vários tipos de veículos extra-balancete representam melhorias positivas.

Cabe ressaltar que uma vez inseridos de volta nos balancetes e cálculos de capital regulatório, estes tipos de veículos podem ser gradativamente eliminados, o que garante que não atendiam a qualquer propósito econômico sustentável, exceto a arbitragem alavancada daquelas regras. Portanto, é importante estudar de forma cuidadosa o provável impacto que estas regras podem ter sobre os esforços de restaurar a viabilidade dos mercados de crédito securitizado.

CONCLUSÃO

O forte crescimento das atividades dos bancos de investimento no final do séc.XIX e os altos lucros auferidos por esse modelo de negócios, fez crescer o interesse dos bancos comerciais em atividades de maior risco e melhores retornos de capital, o que motivaram as fusões e associações em ambas as atividades na época, surgindo os bancos universais, que são instituições que podem atuar tanto em atividades de subscrição, como nas atividades bancárias tradicionais.

O crash do mercado acionário americano em 29, com a posterior crise bancária de 33, sugeriram que esse modelo não era o ideal, seja pelo excesso de poder econômico dos conglomerados financeiros que se formavam, seja pelas graves conseqüências que a quebra de um grande banco poderia causar na economia, dado as próprias limitações nas regras de supervisão que se detinha na época.

A esses episódios, foram elaborados nos EUA, dois tipos distintos de regulação. O modelo de auto-regulação aos mercados de capitais, cabendo ao Estado uma atividade de supervisão e menos cooperativa, com ênfase na transparência das informações por princípios de disclosure.

Aos bancos comerciais, uma regulação mais restritiva com regras prudenciais, evitando choques localizados que pudessem se auto-reproduzir por todo o sistema. Também voltada para a defesa do sistema de pagamentos, a regulação prudencial buscava garantir principalmente a liquidez dos depósitos, impondo limites à natureza das aplicações permitidas aos bancos e estimulando a constituição de reservas adequadas para fazer face a demandas de saques por parte dos depositantes.

Mais ainda, procurou-se separar por definitivo as atividades de bancos de investimento e comercial, criando um modelo altamente segmentado e especializado. Tradicionalmente, nos EUA, era predominante o modelo de regulação funcional, isto é, a definição de regras aplicáveis a cada função financeira, como a dos bancos comerciais, bancos de investimento, etc.

No entanto, as regras criadas para a atividade bancária nos anos 30, tornaram-se a partir dos anos 70, um tanto onerosas, em um ambiente de liberalização financeira, entrada de novos players institucionais e concorrentes internacionais, que competiam com os bancos tanto na parte de captação das poupanças das famílias quanto no fomento das atividades produtivas, gerando mudanças institucionais na forma de atuação bancária que tornaram os modelos de regulação um tanto obsoletos. O novo contexto econômico exigia mudanças na concepção das regras regulatórias tornando-as eficazes dentro de suas metas de prevenção da estabilidade do sistema financeiro

Por outro lado, era crescente a idéia de que intermediários financeiros possuíam incentivos a tomada de riscos excessivos porque sua remuneração depende da realização de maior volume de negócios, particularmente, aqueles de maior risco, que provém maiores retornos. Em caso de sucesso, a estratégia resultaria em altos lucros aos bancos, e em caso de fracasso, a perda ficaria com os depositantes, estando estes assumindo riscos maiores que estariam dispostos a assumir. Para piorar,

as redes de segurança deixavam os bancos mais confortáveis na assunção de riscos, dado que o Estado poderia socorrê-lo em situações de iliquidez ou insolvência.

O objetivo da regulação prudencial deveria ser a estratégia ativa dos bancos, mais do que o perfil de seus passivos. Era preciso introduzir incentivos que compensassem aqueles que estimulavam o risco excessivo.

O acordo da Basiléia I foi uma resposta a essas mudanças, e serviu para realizar ajustes nas regras de regulação e supervisão, dentro desse novo ambiente de competição e inovações que passavam os mercados e suas instituições. Por este acordo, os países que aceitassem seus princípios introduziriam normas regulatórias estabelecendo coeficientes de capital exigido dos bancos como proporção de seus ativos ponderados pelos seus riscos. Dessa forma, os bancos estariam menos propensos a assumir riscos desnecessários, pois perderiam capital próprio caso as operações fossem mal sucedidas.

Consagrava-se, no entanto, uma necessidade de gerenciar melhor o risco dos bancos num ambiente mais complexo de negócios. Os supervisores perceberam que seria muito difícil mensurar as devidas exposições dos bancos, dadas as inúmeras operações em seus portfólios e a ampla gama de riscos envolvidos em seus ativos. A Basiléia II consagrou uma nova alternativa, na qual os próprios bancos seriam responsáveis pela mensuração dos riscos envolvidos em suas operações.

No entanto, apesar de inúmeras evoluções no arcabouço regulatório, estes não se mostraram suficientes para evitar a crise de 2008 que se deflagrou nos EUA, com repercussões para todo o mundo, levantando questões a respeito de uma nova reforma financeira que crie suportes mais resistentes a estabilidade de todo o sistema.

Algumas idéias foram mostradas objetivando contribuir com a discussão atual. É importante ressaltar, que tais medidas devam ser adotadas, não só pelos EUA, mas por uma gama maior de países, dada a interação e interconectividade dos mercados.

A crise atual retoma discussões antigas, como os problemas decorrentes da criação de grandes conglomerados financeiros, que atuam em diversos segmentos de mercado. A própria insolvência de algumas instituições, com perda de valor de mercado, vem permitindo uma maior concentração do mercado bancário. A luz desse problema, o trabalho procurou apresentar os benefícios de uma maior regulação dessas instituições dado a maior probabilidade de provocar riscos sistêmicos.

Outras medidas também são necessárias, como a maior prudência nas instituições, com efeitos no aperfeiçoamento de técnicas de precificação de riscos, passando inclusive por um melhoramento da gestão interna dos mesmos, passando a depender menos de classificações de terceiros.

Muitas falhas foram detectadas, muitas delas inclusive poderiam ter sido sanadas antes dos acontecimentos, podendo se pensar inclusive numa crise de menores dimensões. Contudo, é sabido

que as crises financeiras sempre existirão, e quanto antes implementadas medidas que visa corrigir as imperfeições do mercado, maiores serão as chances de se evitarem grandes catástrofes.

Referências Bibliográficas

- CARVALHO, F.C. et al. Economia Monetária e Financeira. Teoria e Política, Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.
- FORTUNA, E. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 15ª Ed., Qualitymark, Rio de Janeiro, 2002.
- BASLE. Committee on Banking Supervision (1988) International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Basileia: Bank for International Settlements, Julho, atualizado para Abril de 1997.
- Castro, H.O.P. e Eizirick, N.L. (1974). Regulação e Controle de Mercado de Capitais (o papel da SEC na experiência norte-americana), IBMEC, Rio de Janeiro.
- A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986. Rio de Janeiro, 2006. Tese, Doutorado – Instituto de Economia, 2006.
- Garcia, M. e Giambiagi, F. (2010). Risco e Regulação, Campus, Rio de Janeiro.
- Krugman, P. (2009). A Crise de 2008, Campus, Rio de Janeiro.
- CAGNIN, R. F. O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de Mestrado), nov. 2007.
- Cintra, M.A.M e Cagnin F.C. Evolução da estrutura e da dinâmica das finanças norte-americanas Econômica, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 296-338, dezembro 2007.
- E-book: A Reforma do Sistema Financeiro Americano: Nova Arquitetura Internacional e o Contexto Regulatório Brasileiro, Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças, Rio de Janeiro, 2009.
- Department of the treasury, “Financial Regulatory Reform” – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation”, junho 2009.
- Mood’s ,” Desmistificando Securitização – para investidores sem proteção de garantia”, Special Report, janeiro 2003.
- Alberini, D.V e Boguszewski , Por Dentro do Subprime: a crise imobiliária americana e seus impactos na economia brasileira Vitrine da Conjuntura, Curitiba, v.1, n.2, abril 2008
- Torres, E.T e Borça, Analisando a Crise do Subprime. G.R REVISTA DO BNDES, RIO DE JANEIRO, V. 15, N. 30, P. 129-159, DEZ. 2008
- FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. “Global financial stability report”. Washington, DC: International Monetary Fund, abr. 2008a. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.
- “Global financial stability report”. Washington, DC: International Monetary Fund, out. 2008b. Disponível em: <<http://www.imf.org>>.
- G30, Group of thirty , REFORMA FINANCEIRA ,Uma Estrutura para Estabilidade Financeira, julho de 2008.
- MOODY’S “Securitizações de hipotecas residenciais subprime: perguntas frequentes”. Moody’s Investor Service, Structured Finance Special Report, set. 2007.

CINTRA, Marcos Antonio M. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. Revista Estudos Avançados, n. 39. São Paulo: Instituto de Estudos Avançados/USP, p.103-141,2000.

ECONOMIST (The) (1998) "O papel dos fundos de hedge na crise mundial", republicado na Gazeta Mercantil, 21.10.1998, p. B-6.

Carvalho, F. J. Cadim. Inovação Financeira e regulação prudencial : da regulação de liquidez aos acordos da Basileia, Rio de Janeiro, UFRJ, Instituto de Economia, 2004.

Ferreira, C.K.L; Freitas,M.C.P; Scharz, G. Formato Institucional do sistema monetário e financeiro: um estudo comparado. In: Freitas , M.C.Penido; Cintra , M.A Macedo. Transformações Institucionais dos sistemas financeiros:um estudo comparado. São Paulo : Fundap,1998.Parte 1, p.13 -144.