

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

**Uma análise do relatório da Comissão de Inquérito do  
Congresso americano sobre a crise financeira de 2008**

PEDRO VINÍCIUS NASCIMENTO BOSSARDI

Matrícula nº 109152295

ORIENTADOR: Prof. Dr. Luiz Carlos Delorme Prado

SETEMBRO 2016

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

**Uma análise do relatório da Comissão de Inquérito do  
Congresso americano sobre a crise financeira de 2008**

---

PEDRO VINÍCIUS NASCIMENTO BOSSARDI

Matrícula nº 109152295

ORIENTADOR: Prof. Dr. Luiz Carlos Delorme Prado

SETEMBRO 2016

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do(a) autor(a).

## Resumo

O presente trabalho tem como objetivo discutir o relatório final apresentado pela *Financial Crisis Inquiry Commission*. Através dessa visão, traz-se à tona a discussão ocorrida em torno do estouro da bolha imobiliária de 2008. O texto trabalha expondo a evolução da desregulamentação financeira que ocorreu anterior a crise, como sendo um fator relevante, em contraponto ao posicionamento político dos deputados e senadores com relação ao nível de intervenção pública na discussão de soluções para a crise. Para tal análise buscou-se apresentar, sempre através da ótica do relatório produzido pela FCIC, como ocorreu a evolução das leis de regulação financeira correlacionando-as com os fatores que permitiram que a bolha chegasse à magnitude em que chegou. Apresenta-se então, ao fim do trabalho, a discussão dentro do meio político em conjunto com o processo legislativo ocorrido para criar uma resposta a sociedade, na expectativa de amenizar os efeitos econômicos negativos que poderiam ocorrer caso nenhuma ação fosse implementada.

## Símbolos, Abreviaturas, Siglas e Convenções - por ordem de aparição

AIG	American International Group
Fed ou Federal Reserve	Federal Reserve System
FOMC	Federal Reserve's Federal Open Market Committee
ARMs	Adjustable-Rate Mortgages
CDOs	Collateralized Debt Obligations
CDS ou Synthetic CDOs	Credit Default Swaps
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
SEC	Securities and Exchange Commission
EESA	Emergency Economic Stabilization Act of 2008
TARP	Troubled Asset Relief Program
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
FCIR	Financial Crisis Inquiry Report
SIGTARP	Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program
OFS	Office of Financial Stability
GSA	Glass-Steagall Act.
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
DIDMCA	Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act.
GSGDI	Garn-St. German Depository Institutions Act.
S&L ou Thrifts	Saving and Loans
MMDA	Money Market Deposit Accounts
GSEs	Government-Sponsored Enterprises
OTS	Office of Thrift Supervision
GLBA	Gramm-Leach-Bliley Act.
OFHEO	Office of Federal Housing Enterprise Oversight
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CRA	Community Reinvestment Act.
HUD	U.S. Department of Housing and Urban Development
FBI	Federal Bureau of Investigation
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
FDICIA	Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act
TSLF	Term Securities Lending Facility
HERA	Housing and Economic Recovery Act. of 2008
FHFA	Federal Housing Finance Agency
AIGFP	AIG Financial Products
DOW JONES	Dow Jones Industrial Average
NASDAQ	NASDAQ Stock Market
EIEA	Energy Improvement and Extension act of 2008
OMB	Office of Management and Budget
CPP	Capital Purchase Program
SSFI	Systemically Significant Failing Institutions Program
TIP	Targeted Investment Program
AGP	Asset Guarantee Program
AIFP	Automotive Industry Financing Program
QFI	Qualifying Financial Institutions

Citi  
BofA  
GMC  
GMAC  
Chrysler  
Chrysler Financial

Citigroup  
Bank of America  
General Motors Corporation  
General Motors Acceptance Corporation LLC  
Chrysler LLC  
Chrysler Financial Services Americas LLC

## Sumário

<b>I. INTRODUÇÃO</b>	<b>5</b>
I. OBJETIVO DO TRABALHO	5
II. O DEBATE: O CONGRESSO E A CRISE	5
III. METODOLOGIA E PLANO DE TRABALHO	12
<b>II. AS ORIGENS DA CRISE</b>	<b>14</b>
I. AS CONCLUSÕES DA FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION - FCIC	15
II.1.1 <i>Conclusão da Comissão</i>	16
II.1.2 <i>A visão dissidente de Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin, Bill Thomas</i>	18
II.1.3 <i>A Visão dissidente de Peter J. Wallison</i>	22
II. A VISÃO DA COMISSÃO SOBRE O SURGIMENTO DO MERCADO BANCÁRIO PARALELO E A DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA NOS ESTADOS UNIDOS	24
III. A VISÃO DA COMISSÃO SOBRE SECURITIZAÇÃO, DERIVATIVOS E CDOs COMO ESTIMULADORES DO CRESCIMENTO	34
IV. O DESENVOLVIMENTO DA CRISE E SEU ESTÓPILO SEGUNDO A VISÃO PRINCIPAL DO RELATÓRIO DA FCIC	40
<b>III. EMERGENCY ECONOMIC STABILIZATION ACT OF 2008</b>	<b>50</b>
I. PROPOSTA INICIAL E SEU PROCESSO PELO LEGISLATIVO	50
II. O TROUBLE ASSET RELIEF PROGRAM - TARP	64
<b>IV. CONCLUSÃO</b>	<b>67</b>
<b>V. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>69</b>

## I. Introdução

### I. Objetivo do Trabalho

O objetivo desse trabalho é discutir a resposta dada pelo Congresso Norte Americano à crise de 2008, através do relatório da *Financial Crisis Inquiry Commission*. O cerne do presente trabalho é a aprovação do *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (EESA) no dia 03 de outubro de 2008 pelo Congresso americano. O trabalho mostra através da narrativa histórica realizada pela FCIC em seu relatório de conclusão, as interpretações sobre as causas da crise, focando no processo de aprovação do plano de contingenciamento proposto (o TARP).

### II. O debate: O Congresso e a crise

A falência no dia 15 de Setembro de 2008 do *Lehman Brothers*, em conjunto com a tomada do controle da *Merrill Lynch* e o quase colapso da seguradora *American International Group* (AIG) foram um momento crucial para o agravamento de uma crise que teve início no mercado imobiliário de subprime norte-americano e se espalhou para todo o mercado financeiro. O pânico, impulsionado por uma falta de transparência das instituições financeiras e pelas interconexões existentes nos mercados através da globalização financeira, causou o quase congelamento do mercado de crédito, interrompendo a produção e o consumo, resultando em uma grave recessão econômica.<sup>1</sup>

A resposta dada pelo Congresso americano trouxe a tona uma reflexão importante com relação ao grau de intervencionismo público que deve ser dado em momentos de crise. Seu objetivo final era reduzir os efeitos negativos de uma interrupção das operações de crédito interbancário através do *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* mas na prática acabou sendo a injeção de liquidez em empresas financeiras através, inicialmente, da aquisição de ativos ilíquidos. A resposta a crise fez levantar questionamentos com relação ao desenvolvimento da crise assim como o porquê dessa medida (penosa do ponto de vista dos contribuintes)

---

<sup>1</sup> “Trading ground to a halt. The economy plunged into a deep recession” (FCIR, 2011, p. xvi)

foi vista como a melhor solução.<sup>2</sup>

O mercado imobiliário americano cresceu de 1995 a 2000 em um ritmo médio de 5.2% ao ano e entre 2001 e 2005 o aumento chegou a 11.5% ao ano, um patamar fora dos padrões usuais de décadas anteriores. Crédito facilitado, redução nos padrões dos empréstimos e baixas taxas de juros foram essenciais para resultar nessas taxas de crescimento.<sup>3</sup> A expansão do mercado teve como impacto uma elevação no preço médio dos imóveis criando-se um ciclo de investimento. A medida que o preço dos imóveis aumentava as pessoas os viam como uma forma segura de investimento com retornos crescentes o que motivava a continuar esse tipo de negócio e investiam em novos imóveis ou adquiriram antigos na expectativa de um aumento dos preços. Essas decisões de investimento ocorriam ao mesmo tempo em que, através dos refinanciamentos hipotecários, indivíduos obtinham um diferencial monetário entre o valor de uma nova hipoteca e o preço real do imóvel sobrando recursos cujos quais eram utilizados para consumo próprio ou até mesmo uma redução na mensalidade da hipoteca, dependendo do modelo de empréstimo a ser realizado. Esse ciclo vicioso estimulou o surgimento de uma bolha especulativa.

O aumento do preço dos imóveis, potencializado pela oferta de crédito barato, incentivado pela queda da taxa de juros no pós-crise ".com" em 2000 e a alta liquidez no mercado internacional, incentivavam o refinanciamento das hipotecas.<sup>4</sup> Ao refinar o imóvel que agora possuía um preço maior do que no momento da compra, obtinha-se um diferencial entre o preço de aquisição e o de preço da hipoteca presente. O valor desse diferencial era utilizado em consumo. Era uma forma de aumentar o seu endividamento sem comprometer a sua renda já que a dívida estava alocada no imóvel e com os juros em queda o percentual de comprometimento da renda corrente era menor ou quase igual ao da hipoteca anterior. Segundo uma pesquisa feita pelo Fed em 2007 para avaliar as finanças dos consumidores, 45% das pessoas que fizeram esse tipo de refinanciamento usaram o dinheiro para despesas médicas, consumo de eletrônicos, impostos e viagens; 31% para melhorias na casa e

---

<sup>2</sup> "... - either risk the total collapse of our financial system and economy or inject trillions of taxpayer dollars into the financial system." (FCIR, 2011, p. xvi)

<sup>3</sup> A maior parte desse crescimento se deu através do mercado *subprime*. Clientes ou hipotecas *subprime* são aquelas que são consideradas abaixo da linha "ideal" de clientes. São aqueles indivíduos que muitas vezes não possuem uma boa renda ou estão em condições menos favoráveis (geralmente minorias ou pobres). Dados da taxa média de crescimento, compilados pela FCIC, do Índice de Preços Imobiliários Nacional da CoreLogic (*CoreLogic National Home Price Index*).

<sup>4</sup> O refinanciamento nesse período pulou de US\$ 460 bilhões em 2000 para mais de US\$ 2.8 trilhões em 2003 (FCIR, 2011, p.5)

os demais para aquisições de novas moradias, carros, investimentos, roupas ou joalheria.<sup>5</sup>

A preocupação de se controlar esse fluxo de crescimento do preço dos imóveis era uma necessidade já observada pelo *Federal Reserve* (Fed) e debatida em uma reunião do *Federal Reserve's Federal Open Market Committee* (FOMC) em Abril de 2006 para que houvesse um incentivo a queda dos preços dos imóveis sem afetar o crescimento econômico.<sup>6</sup> A dúvida a época era a velocidade dessa queda, se ela seria rápida ou devagar e quais os impactos dela no mercado financeiro.

O preço dos imóveis, que cresceram a taxas de dois dígitos nacionalmente, viram a sua virada em meados de 2006. Em 2007 a sua queda foi de 9% e em 2008 de 17% segundo a *National Association of Realtors*, sendo que algumas regiões metropolitanas observaram essa mudança de forma mais brusca.<sup>7</sup> A bolha inflacionária imobiliária estava sendo desmantelada mas os sinais de conexão com o mercado financeiro ainda não haviam sido expostos.

As quedas nos pagamentos das hipotecas marcaram o primeiro sinal. O percentual de devedores com atraso de 60 dias ou mais no primeiro ano de empréstimo chegou a 1.5% em Junho de 2006 saltando para 2.5% em Junho de 2007.<sup>8</sup> O aumento dos devedores foi maior em áreas que tiveram os maiores booms imobiliários como Califórnia, Arizona, Nevada e Flórida, sendo o aumento maior ainda entre os indivíduos subprime sob regimes hipotecários como os *Adjustable-Rate Mortgages* (ARMs). Como consequência, as agências de risco começaram a rever as suas avaliações sobre os papéis, securitizações, *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) e *Credit Default Swaps* (CDS ou *Synthetic CDOs*), que garantiam essas hipotecas, rebaixando as suas classificações. Como exemplo, a *Moody's* revisou a sua metodologia de avaliação das securitizações somente em Setembro de 2007, rebaixando a classificação de mais de 90% dos CDOs que haviam sido avaliados como bons investimentos.<sup>9</sup>

O segundo sinal foi quando empresas financeiras, que aparentemente não

---

<sup>5</sup> “*Sources and Uses of Equity Extracted from Homes*”, (FINANCE AND ECONOMICS DISCUSSION SERIES FEDERAL RESERVE BOARD, Março 2007, Tabela 2)

<sup>6</sup> Depoimento do presidente da mesa diretora do Fed, Ben S. Bernanke (FCIR, 2011, p. 5)

<sup>7</sup> Dados da taxa média de crescimento, compilados pela FCIC, do Índice de Preços Imobiliários Nacional

da CoreLogic (CORELOGIC NATIONAL HOME PRICE INDEX, 2007)

<sup>8</sup> “*One of the first signs of the housing crash was an upswing in early payment defaults...*” (FCIR, 2011, p. 215)

<sup>9</sup> (FCIR, 2011, p. 223)

possuíam vínculos tão grandes com esse setor, começaram a apresentar em seus demonstrativos contábeis quedas acentuadas de ativos e alta alavancagem. O pânico gerado pela reavaliação das agências de risco resultou em uma queda no preço dos papéis relacionados as securitizações imobiliárias, diminuindo o valor dos ativos que as empresas financeiras possuíam. Esse processo de desvalorização dos papéis estava relacionado ao medo dos investidores de uma possível iliquidez dos seus ativos ou um não cumprimento no pagamento dos proventos no futuro. O mercado de financiamento de curto prazo, observando a queda nos preços dos ativos das empresas financeiras, elevou suas taxas de empréstimo, aumentando o custo das firmas vinculadas a esse setor a refinanciar suas dívidas.

Acompanhando as mudanças no mercado, os executivos da *Goldman Sachs* decidiram reduzir a exposição da empresa aos papéis vinculados ao setor imobiliário subprime na tentativa de distribuir as perdas previstas a acontecer. O processo ocorreu de forma rápida e agressiva vendendo a seus clientes produtos que eles mesmos sabiam serem de baixa qualidade. Um de seus compradores foram os fundos de hedge imobiliário da *Bear Stearns* em conjunto com a AIG que haviam oferecido produtos de proteção CDS (ou *Credit Default Swaps*) no caso de não cumprimento dos dividendos dos contratos. O resultado foi a falência em Julho de 2007 dos dois principais fundos, *High-Grade Fund* e *Enhanced Leverage Fund*, da *Bear Stearns*.<sup>10</sup>

Com o aumento do pânico, investidores começaram a rever seus contratos para tentar localizar possíveis problemas relacionados ao estouro gradual da bolha imobiliária. O próximo grupo a ser atingido seriam os empréstimos de curto prazo assegurados por papéis imobiliários através dos *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP). O medo de que as empresas não conseguiriam garantir seus empréstimos fez com que até os investidores tidos como mais avessos ao risco, pois pediam papéis como garantias aos empréstimos, suspendessem seus financiamentos. No fim de 2007, o mercado de ABCP caiu cerca de US\$ 400 bilhões.<sup>11</sup> A fuga desses capitais se refletiu no aumento em mercados tidos como mais seguros e/ou títulos do tesouro americano.

A incerteza com relação ao nível de exposição que as empresas, no geral, tinham ao mercado de hipotecas subprime aumentou o custo de empréstimo

---

<sup>10</sup> “After its hedge funds failed in July 2007, Bear Stearns faced more challenges in the second half of the year.” (FCIR, 2011, p. 280)

<sup>11</sup> Figura 13.1 (FCIR, 2011, p. 251)

interbancário traduzido pela *one-month LIBOR-OIS spread*. No dia 9 de Agosto de 2007 essa taxa subiu 4 vezes o seu valor e em 7 de Setembro de 2007 subiu a uma média de 150% do seu valor usual, normalmente sempre próximo a taxa de juros dos títulos públicos americanos.<sup>12</sup>

No final de 2007 e início de 2008, ao mesmo tempo em que havia uma fuga de capitais do mercado de empréstimos de curto prazo, os conglomerados financeiros começaram a expor suas grandes perdas em investimentos de CDOs, potencializados pelas suas alavancagens. Isso criou ao mesmo tempo uma diminuição nos recursos disponíveis nas instituições como aumentava também o custo de captação de recursos uma vez que o mercado havia, indiretamente, localizado as empresas tidas como "mais expostas" ao subprime.

Após a falência dos fundos de investimento hedge do *Bear Stearns* os investidores começaram a ficar mais receosos quanto a sobrevivência da empresa e aumentaram significativamente as taxas de juros para seus empréstimos, criando um sério problema de liquidez para a companhia. O resultado desse processo foi a compra pela *JP Morgan* com apoio do governo americano em Março de 2008.<sup>13</sup> A venda ocorreu com o suporte do setor público por ter sido considerado pelo Fed uma companhia muito interconectada ao mercado para falir, podendo gerar maiores problemas posteriormente. A coordenação e o suporte do governo nesse caso abriu precedente para que houvesse possíveis intervenções futuras em outras empresas financeiras, reduzindo o receio dos investidores a realizarem empréstimos para companhias financeiras e as mesmas falirem. Esse alívio se traduziu em um relativo retorno a normalidade até Agosto de 2008 mesmo sabendo que a *Bear Stearns* não era a única empresa com alta alavancagem, dependência do mercado de financiamento de curto-prazo, alta concentração em securitizações hipotecárias sem liquidez e outros ativos problemáticos.

Após a aquisição pela *JP Morgan* da *Bear Stearns*, os custos de empréstimos ao *Lehman Brothers* subiram acima do mercado. A empresa possuía características similares ao *Bear Stearns* de exposição ao setor imobiliário, ao mesmo tempo em que era quase o dobro de seu tamanho em valor de mercado. Diversos fundos de investimentos e bancos comerciais já haviam reduzido a sua exposição e vontade de

---

<sup>12</sup> "In a flight to quality, investors dumped their repo and commercial paper holdings and creased their holdings in seemingly safer money market funds and Treasury bonds." (FCIR, 2011, p. 252)

<sup>13</sup> (STATEMENT OF SEC DIVISION OF TRADING AND MARKETS REGARDING THE BEAR STEARNS COMPANIES, Março, 2008)

emprestar ao *Lehman*. Desde o início de Julho de 2008, com a divulgação de perdas de US\$ 2,8 bilhões, o Fed já trabalhava com três opções de solução para o problema de liquidez do *Lehman Brothers*: achar um comprador a qualquer preço, negociar com os devedores ou aceitar a falência.<sup>14</sup> No dia 10 de Setembro, com a liquidação dos empréstimos o banco de investimento anunciou que se vendesse seus ativos a preços atuais de mercado, como o *Bearn Stearns* havia feito, para quitar suas dívidas ficaria ilíquido e, portanto, entraria em processo de falência. As discussões em torno da liquidação ou não do *Lehman Brothers* tomaram o final de semana em uma busca desenfreada por soluções. Ao fim, a falência foi inevitável e no dia 15 de Setembro de 2008 por não conseguir cumprir com seus contratos a empresa entrou em processo de falência.<sup>15</sup> O *Merrill Lynch*, sabendo que seria o próximo a falir fez um acordo de venda com o *Bank of America*.

Na tentativa de se controlar os possíveis danos de uma abrupta parada do mercado de crédito norte-americano, o secretário do Tesouro a época, Henry M. Paulson, convocou Ben Bernanke, presidente do *Federal Reserve* (Fed) e Chris Cox, presidente da *Securities and Exchange Commission* (SEC), para em conjunto decidirem a melhor forma de se contornar essa crise. A conclusão foi que o mercado de crédito estava congelando devido a um acúmulo de empréstimos problemáticos estocados na contabilidade de bancos e empresas financeiras. A iliquidez desses papéis nos passivos das empresas estaria contingenciando as suas funções de intermediação financeira. A proposta então do grupo seria retirar esses papéis ilíquidos das mãos das empresas através de um programa de aquisição pública, visando remover momentaneamente do mercado e segurando nas mãos do governo esses papéis, ao mesmo tempo em que injetaria capital nas companhias.

Houve então uma primeira proposta enviada ao Congresso vinda do Executivo, mais especificamente do Departamento do Tesouro, para promover estabilidade, restaurar a liquidez e prevenir futuras interrupções no mercado de crédito.<sup>16</sup> Consistia em uma injeção de US\$ 700 bilhões através de aquisições de papéis relacionados a hipotecas, incluindo assim as securitizações também, pelo Departamento do Tesouro e a consequente ampliação da dívida pública americana para US\$ 11.315 trilhões. Essa proposta inicial porém não foi aceita pelo congresso

---

<sup>14</sup> Depoimento do presidente da mesa diretora do Fed, Ben S. Bernanke (FCIR, 2011, p. 26)

<sup>15</sup> “‘What does solvent means?’ ... ‘from a pure accounting standpoint, it was solvent.’” (FCIR, 2011, p. 325)

<sup>16</sup> (THE NEW YORK TIMES, Setembro 21, 2008)

americano, sendo rejeitada por 228 votos contra e 205 a favor na câmara dos deputados no dia 29 de Setembro de 2008. Na tentativa de contornar a crise o executivo propôs uma contra proposta, através da mudança na proposta de lei H.R. 1424 do Deputado Patrick Kennedy que seria votada nos próximos dias no Senado. A mudança foi aceita e passou com sucesso por 75 votos a favor e 24 contra no Senado e depois na Câmara por 263 a favor e 171 contra.<sup>17</sup>

A nova lei, assinada pelo presidente Bush três horas depois de sua aprovação na Câmara dos Deputados, intitulada de *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* (EESA) tinha como principal objetivo criar o *Troubled Asset Relief Program* (TARP). O TARP seria a ferramenta através da qual o Departamento do Tesouro americano, visando "(a) proteger os valores das casas, fundos universitários, aposentadorias e poupanças de uma vida inteira; (b) preservar os proprietários de imóveis e promover o crescimento econômico e a criação de novos empregos; (c) maximizar o retorno dos pagadores de impostos dos Estados Unidos; e (d) prover o retorno ao público das ações do programa", iria reintroduzir liquidez no mercado financeiro.<sup>18</sup>

A passagem da nova legislação acabou sendo muito desgastante politicamente para os futuros candidatos a cargos nas eleições seguintes. O Congresso em um primeiro momento defendeu a não intromissão direta do governo na economia, atuando como comprador de títulos das empresas financeiras. Mas, percebendo o grande impacto negativo que seria uma não atuação abrangente, decidiu aprovar o TARP como uma solução para a questão vigente.

O TARP se tornou antes de tudo uma intervenção pública no meio financeiro privado americano. Essa intromissão vai em contradição com o processo evolutivo das legislações que tratavam da regulação do mercado financeiro dentro dos EUA. Desde a crise de 1929 diversos processos para dismantlar a supervisão pública do meio privado criaram um ambiente propício, segundo a FCIR, para a crise atual. Apesar do TARP não alterar questões com relação a regulamentação financeira, ele interfere num sentido mais grave de questionamento quanto ao grau de intromissão que o setor público deve ter no setor privado, nesse caso utilizando dinheiro dos contribuintes.

---

<sup>17</sup> (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10712)

<sup>18</sup> (H.R. 1424, 2008, p. 2)

### III. Metodologia e plano de trabalho

O ponto de partida do trabalho é a apresentação histórica dos fatos mais marcantes no setor bancário-financeiro norte-americano desde o início do séc. XX no intuito de contextualizar o leitor com as principais ocorrências legislativas. Em seguida, a monografia apresenta o relatório da *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) e apresenta a explicação de como ocorreu a evolução da bolha imobiliária no mercado financeiro até seu estopim em 2008. Discute-se então as soluções apresentadas para o problema, tanto através do setor privado quanto do setor público, e como o executivo e o legislativo americanos trabalharam para solucionar a questão. Exibe-se enfim a discussão em torno dos projetos apresentados, colocando o posicionamento dos principais atores do cenário político-econômico durante o processo de aprovação do TARP pelo Congresso americano e sua implementação pelo governo.

O trabalho é composto por 4 (quatro) capítulos mais a Introdução. O primeiro deles, As Origens da Crise, se subdivide em 4 seções, sendo que na primeira delas há outra subdivisão em mais quatro seções. Na primeira seção desse capítulo trata das conclusões que a *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) apresentou em seu relatório. A primeira conclusão é a defendida pela maioria dos membros (seis de um total de dez), a segunda defendida por três membros e a última conclusão defendida por um membro da comissão. Na segunda seção do primeiro capítulo é realizada uma apresentação histórica de como se desenvolveu o mercado bancário americano, enfatizando o seu processo de regulamentação. Na terceira seção discorre-se sobre os instrumentos financeiros mais utilizados durante o boom imobiliário. E por último, na quarta seção deste segundo capítulo, há uma descrição, segundo o relatório final do FCIC, de como ocorreu a crise e como chegou ao seu ápice.

No terceiro capítulo intitulado *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, há uma subdivisão em duas partes. Na primeira subseção, apresentam-se as soluções introduzidas no Legislativo americano para solucionar a crise financeira, assim como o seu debate e discussão no Congresso. Na subseção seguinte exibe-se de forma sucinta o resultado desse processo, o plano de compra público dos ativos emblemáticos ou TARP. Em seguida, no quarto capítulo, é posto em discussão a conclusão observada e análise da hipótese inicial do trabalho. O quinto e último

capítulo constitui-se da bibliografia completa deste trabalho.

O trabalho tem como fontes primárias o relatório base do FCIC, relatórios do *Office of the Special Inspector General for the Troubled Asset Relief Program* (SIGTARP) - programa surgido em conjunto com o TARP e que acompanha os trabalhos do *Office of Financial Stability* (OFS), gestor do programa -, artigos que analisaram o processo de votação no Congresso americano - tanto da primeira lei apresentada como da segunda. Servem também como fontes secundárias de informações os *press releases* publicados pelos Congressistas e Senadores norte-americanos sobre o assunto, projetos de lei e propostas de alterações introduzidas, assim como o resultado das votações relevantes ao processo.

## II. As origens da crise

A crise financeira teve como um acordo implícito o entendimento de que se iniciou a partir da falência do banco de investimento *Lehman Brothers* em 15 de Setembro de 2008. Entende-se, porém, que seu surgimento não foi repentino nem sequer inesperado por alguns players do mercado. A crise, resultante de uma bolha imobiliária, se costurou ao longo de muito tempo até chegar a magnitude em que se chegou. Para entender suas origens o Congresso americano, depois de agir para solucionar a questão, decidiu criar de forma autônoma uma Comissão especial – a *Financial Crisis Inquiry Commission* - para analisar a crise como um todo, sempre de forma imparcial e democrática.

Essa parte do texto será primordialmente baseada no relatório final desta comissão – o *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* – com o intuito de apresentar ao leitor uma visão e análise, entendidas como imparciais, para então estudar de fato os resultantes (ou ações tomadas no congresso) posteriores ao estopim do fatídico dia 15 de Setembro de 2008. Essa parte do texto foi dividida em quatro seções: A primeira delas trabalha em cima das conclusões dos comissionários. Esta parte foi subdividida em mais três seções uma vez que houve três conclusões resultantes da comissão – a primeira sendo a principal visão, defendida pela maioria dos comissionários (seis de um total de dez), a segunda defendida por três comissionários e a última defendida apenas por um comissionário. Em seguida apresenta-se como ocorreu a evolução do mercado bancário paralelo, assim como evoluiu o processo de regulamentação e desregulamentação do mercado financeiro nos Estados Unidos. A terceira seção tem como objetivo apresentar, seguindo o relatório da comissão, como os instrumentos financeiros foram utilizados para a amplificação da bolha imobiliária e seus efeitos sobre o mercado financeiro. E por último, uma seção designada para explicar o efeito cascata que foi o desenrolar da crise até o seu ponto mais crítico segundo o relatório final da FCIC.

## I. As Conclusões da Financial Crisis Inquiry Commission - FCIC

A FCIC foi uma comissão formada por pesquisadores, analistas e pessoas de referência nas mais diversas áreas da economia com o objetivo de “examinar as causas da atual crise econômica e financeira nos Estados Unidos da América”.<sup>19</sup> A Comissão foi determinada a partir da *Fraud Enforcement and Recovery Act*, pertencente a lei número 21 do 111º Congresso Americano, sendo instaurada em Maio de 2009, com a assinatura de Barack Obama. Sua formação consiste de 10 membros (ou comissionários) sendo eles: Phil Angelides (Presidente da comissão), Hon. Bill Thomas (Vice-Presidente), Brooksley Born, Byron Georgiou, Senator Bob Graham, Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin, Heather H. Murren, John W. Thompson e Peter J. Wallison. Dentre esses dez membros, seis foram indicados pelo partido Democrata e quatro pelo partido Republicano.

Por ser entendido como um ambiente democrático, o direcionamento e a condução das entrevistas, assim como os trabalhos dos staffs, seguiam, em sua maioria, o desejo da maior parte da comissão. Pode-se notar entretanto uma representatividade partidária dentro da comissão e portanto uma indução ideológica. Esse argumento foi contornado ao se permitir serem apresentadas visões dissidentes da visão principal.

A Comissão então produziu três conclusões. A primeira delas aceita por seis comissionários, a segunda por três deles e a terceira por apenas um. A primeira e a segunda visão distinguem-se, a grosso modo, em uma questão: a origem do fluxo de capital que impulsionou a bolha imobiliária. A terceira visão por sua vez abordou a crise por outra ótica, culpando as políticas de habitação implementadas no início da década de 90 pela bolha imobiliária da crise atual. Tendo isso em mente, essa seção divide-se em três subseções: A primeira delas descreve sucintamente a conclusão defendida pela maioria dos membros da comissão. A exploração maior dos detalhes dessa visão será entendida ao longo do texto. A segunda subseção trabalha a visão dissidente dos outros três membros (Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin e Bill Thomas). E por último é apresentada a última visão dissidente de Peter J. Wallison.

---

<sup>19</sup> Comissão formada por 10 membros com experiências nas áreas de habitação, economia, finanças, regulação do mercado, sistema bancário e proteção ao consumidor. (FCIR, 2011, p. xi)

### II.I.1 Conclusão da Comissão

A comissão, no seu relatório de conclusão, defendeu 6 (seis) pontos essenciais para entender a construção do ambiente que culminou na crise e mais 3 (três) que explicam questões específicas de como o sistema se impulsionou em direção a sua implosão. Esses pontos foram colocados pela FCIC como chaves para entender como fatores endógenos ao sistema resultaram na crise. A sua avaliação passa por um processo de retrocesso maior do que os fatos ocorridos em 2007 e 2008. O sistema em que a crise surgiu construiu-se ao longo de vários anos e culminou somente nesse período, necessitando então para a sua compreensão um retorno a base:<sup>20</sup>

- A crise poderia ter sido evitada - O primeiro ponto defende que houve inatividade humana para se evitar a crise. Existiram sinalizações claras tanto para os agentes reguladores tanto para o mercado financeiro de que haveria uma crise no futuro. A permissividade generalizada e poucas ações representativas serviram para dar espaço a ameaça futura.
- Diversas falhas na regulação e supervisão financeira foram essenciais - Os gatilhos de proteção não foram acionados por uma crença de que o mercado se autorregularia. Mais de 30 anos de desregulação e confiança na autogerência do risco das instituições financeiras, apoiadas pelo *Federal Reserve* (Fed) e pelo Congresso e Governo norte-americano ao longo dos anos, desmantelaram proteções que poderiam ter evitado a crise.
- Falhas sistêmicas de governança corporativa e gerência de risco em diversas importantes instituições financeiras - A crença de que as empresas financeiras iriam atuar sobre um instinto de autopreservação foram riscos assumidos e que inibiram uma ação mais firme do sistema regulatório.
- A combinação de empréstimos excessivos, investimentos de alto risco, e falta de transparência puseram o sistema financeiro em colisão com a crise imobiliária - Além das falhas de gerência corporativa e de regulação governamental, os grandes empréstimos das empresas financeiras e também das famílias os deixaram vulneráveis para pequenas quedas no preço dos ativos e/ou choques de mercado.

---

<sup>20</sup> "This was a fundamental disruption - a financial upheaval, if you will - that wreaked havoc in communities and neighborhoods across this country." (FCIR, 2011, p. xv)

- O despreparo do governo e o desconhecimento da magnitude da crise resultaram em ações de resposta inconsistentes o que ajudou a espalhar a incerteza e pânico no mercado financeiro - O Tesouro Americano, a mesa diretora do *Fed* e o *Fed* de Nova York, que estavam em melhor posição para observar o mercado, estavam despreparados para os eventos de 2007 e 2008. Não havia conhecimento claro do mercado que eles eram supostos a supervisionar, não analisando que o risco visto como diversificado havia na verdade se concentrado.
- Houve falhas sistêmicas na contabilidade e na ética das empresas - A expectativa de que empresas e indivíduos busquem o lucro anda em conjunto com a expectativa de que eles ofereçam serviços de qualidade e sigam códigos de conduta. Essa realidade porém não ocorreu e o resultado foi de empresas diminuindo padrões de empréstimo mesmo sabendo que seus tomadores não conseguiriam arcar com seus custos.
- A diminuição no padrão dos empréstimos hipotecários e a securitização serviram para contagiar e gerar a crise - Os padrões para os empréstimos hipotecários foram colocados tão baixos que a avaliação se o cliente haveria condições de pagar a hipoteca eram obtidos quase como um ato de confiança do que através de uma avaliação crítica dos seus rendimentos. A busca pela securitização não partia mais de uma demanda por empréstimos mas de uma demanda de oferta de empréstimos através da securitização.
- Derivativos feitos diretamente entre as partes, fora do mercado, foram essenciais para o nível da crise - A redução da regulamentação sobre o mercado de derivativos fora da bolsa, ou *Over-the-Counter* (OTC) *Derivatives*, impediu que os reguladores do mercado observassem uma alavancagem por fora do setor financeiro observado. A proteção envolvida nos derivativos englobou empresas como AIG ao mesmo tempo em que deram segurança para ampliar a securitização.
- As falhas nas Agências de Avaliação de risco de crédito influenciaram no alcance da crise - Securitizações criadas pelas empresas financeiras não conseguiriam ser vendidas sem a avaliação dessas agências sobre o seu risco. Os investidores baseavam-se nas suas avaliações, sem nem ao menos passar por uma segunda avaliação individual.

## II.I.2 A visão dissidente de Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin, Bill Thomas

A primeira visão dissidente apresentada é a defendida por Keith Hennessey, Douglas Holtz-Eakin e Bill Thomas. Os três membros da comissão divergem da visão principal em algumas questões. Nessa subseção observaremos que a principal divergência está relacionada a origem do grande fluxo de capitais que inflacionaram a bolha imobiliária. Na visão principal, além do grande fluxo de capital externo a baixa na taxa de juros foi um fator essencial.<sup>21</sup>

Nem tudo que ocorreu de errado pode servir de explicação para justificar a crise. Um dos pontos questionado é com relação as regulações que foram substituídas. O primeiro posicionamento dissidente se baseia na crítica a visão principal de que a regulação seria uma das causas mais importantes da crise. Afirmam que a abordagem “muito governo versus pouco governo” não pode servir de justificativa para explicar a crise. A visão dissidente afirma que ao analisar as mudanças regulatórias ocorridas nos EUA deve-se pontuar que nem todas foram prejudiciais ou que colaboraram para a crise. Existiram booms imobiliários em outros mercados como Reino Unido, Irlanda, Espanha, Austrália, França e Alemanha, possuindo cada qual um modelo regulatório diferente. O modelo de securitizações existente nos EUA por exemplo, apontado como um dos principais influenciadores para a crise, não é similar na Espanha, Austrália e no Reino Unido e mesmo assim esses países enfrentaram problemas equivalente aos dos EUA. Aponta-se também que uma das funções da comissão que era a de examinar as causas domésticas e globais da crise financeira e o que ocorreu foi uma abordagem muito restritiva aos EUA, diminuindo a importância de possíveis paralelos ocorridos a nível internacional.

A argumentação dos autores é a seguinte:

Houve uma bolha de crédito em nível internacional. A bolha possuiu como principais origens o crescimento econômico de países em desenvolvimento e a expansão na produção de petróleo de países exportadores, resultando em um acúmulo de reservas financeiras nesses países. A necessidade por um retorno positivo dessas poupanças influenciou um movimento de investimento nos EUA e na Europa. A entrada desse capital estrangeiro ajudou a reduzir as taxas de juros nos países, criando uma bolha de crédito.

---

<sup>21</sup> *"Not all of these factors identified by the majority were irrelevant; they were just not essential."* (FCIR, 2011, p. 416)

A política monetária americana pode ter contribuído para a bolha mas não foi a causadora desta. A bolha imobiliária teve início nos anos 90 e cresceu fortemente nos anos 2000 nos EUA, sendo caracterizada pela forte expansão do preço médio dos imóveis.<sup>22</sup> A entrada do capital internacional ajudou a fomentar uma bolha mais específica, a bolha de hipotecas. A grande entrada de capital no mercado de hipotecas levou companhias como *CountryWide*, *Washington Mutual*, *Ameriquest* e *HSBC Finance* a incentivarem empréstimos de baixa qualidade para seus tomadores de hipotecas na busca de conseguir atender a demanda dos seus investidores - o tomador do empréstimo era incentivado a adquirir um produto não condizente com as suas possibilidades de pagamento.

As securitizações e as agências de risco potencializaram os efeitos negativos da bolha hipotecária. Falhas na avaliação de crédito resultaram em hipotecas de baixa qualidade nas mãos de grandes corporações. As securitizações agregaram as hipotecas de alto risco e as tornaram produtos de boa qualidade através do processo de diversificação de risco. Por conta da dificuldade de se entender a metodologia de diversificação de risco aplicado nas securitizações, as agências entraram como classificadoras de qualidade, avaliando os papéis e os qualificando como bons produtos para se investir.

Gerentes de diversas instituições amontoaram riscos correlacionados do setor imobiliário muitas vezes não prestando atenção no volume vinculado ao mercado imobiliário. O resultado foram instituições financeiras de grande porte concentrando riscos sistêmicos. Isso influenciou para que uma queda no setor afetasse grandes companhias. Como se não bastasse as falhas dos diretores dessas instituições em não observar riscos relacionados, houve um aumento no risco de liquidez por conta de alavancagem. Gerentes das instituições financeiras ampliaram os riscos, uma vez concentrados no setor imobiliário dentro das companhias, ao ampliarem os seus investimentos baseando-se em pouco capital ou até mesmo em empréstimos de curto prazo o que no momento em que os problemas começaram a aparecer as empresas se depararam com questões de liquidez.

O risco de contágio foi essencial para a crise. Tem-se aí o conceito de *too big to fail*. Várias empresas atuaram de maneira similar investindo no mercado

---

<sup>22</sup> "The bubble was characterized both by national increases in house prices... and by more rapid regional boom-and-bust cycles..." (FCIR, 2011, p. 424)

imobiliário. Muitas vezes sua principal diferença se dava na área de atuação. No momento de estouro da bolha o impacto se espalhou através de diversas empresas pura e simplesmente por atuarem no mesmo setor representando um choque comum. A medida que empresas começaram a sofrer reestruturações em grande escala houve uma queda na confiança com relação ao mercado financeiro e o pânico e a desconfiança se espalharam através de outros mercados.

Deve-se pontuar que somente a entrada de capital externo nos mercados europeus e americanos não conseguiria explicar a escolha por investimentos mais arriscados. Há diversas explicações sobre os fatores que influenciaram como os investidores escolhiam seus investimentos. Podem ter agido de forma racional, demonstrando que houve uma mudança nas suas preferências, optando por escolher ativos mais arriscados, porém com menores retornos. Podem ter agido de forma irracional coletivamente, ao adentrar na mentalidade de bolha, acreditando que ao se investir em um ativo vão conseguir revendê-lo posteriormente por um preço maior. Ou até mesmo uma terceira possibilidade onde se acreditou que o mundo estava mais seguro e por consequência a possibilidade de algo negativo ocorrer no mercado seria menor.

Afirma-se na visão principal que a manutenção da taxa do Fed a níveis considerados baixos e por um tempo muito longo contribuiu para que houvesse um aumento na demanda por investimentos mais arriscados, resultando na formação da bolha imobiliária. O posicionamento da visão dissidente entretanto discorda do fato de que a política monetária foi um fator tão relevante na bolha. O argumento de que a política monetária aplicada foi fator essencial se baseia na análise dos efeitos decorrentes da mesma na economia. Segundo o Dr. John Taylor, defensor do posicionamento principal da comissão, o *Fed* estipulou taxas de juros muito baixas no período de 2002-2006, alimentando a bolha imobiliária, como pode ser demonstrada através do aumento dos preços dos imóveis. Argumenta-se também que se a regra de Taylor não tivesse tido um papel relevante nas decisões de taxas de juros de fundos federais a bolha e seu posterior estouro teria sido bem menor.<sup>23</sup> A visão dissidente pontua que a utilização da regra de Taylor dentro da política monetária ocorre em paralelo com outros fatores não podendo ser focalizada para justificar o erro de condução da política em si, sendo o debate monetário muito mais complexo. Assim

---

<sup>23</sup> "... the Fed set interest rates too low in 2002-2006 and that these low rates fueled the housing bubble as measured by housing starts." (FCIR, 2011, p. 421)

como há questionamentos quanto à relação entre taxas de juros de curto prazo e a valorização dos preços dos imóveis. Conclui-se então nessa visão que a política monetária de taxas de juros baixas por um período longo de tempo pode ter sido um fator amplificador mas não foi por si só a causa da bolha de crédito ou mesmo essencial para a crise, possuindo o fluxo internacional de crédito maior peso para a formação da bolha.

A bolha imobiliária nessa visão dissidente pode ser entendida melhor se for separada entre dois fatores: o primeiro com relação ao dos preços dos imóveis e o segundo com o valor das hipotecas dos imóveis. O primeiro fator, o preço dos imóveis, pode ter observado seu crescimento através de um conjunto de origens distintas. O crescimento populacional experimentado maior do que a média nacional em algumas localidades como os *Sand States* fez com que houvesse um aumento na procura por imóveis e por consequência influenciou no seu aumento de preços nessas localidades, de forma maior do que nas demais. Restrições físicas de alguns locais como regras de zoneamento ou até mesmo delimitações geográficas restringiram a possibilidade de oferta em resposta ao aumento da demanda resultante do crescimento populacional. Otimismo acima da média, com expectativas de crescimento contínuo dos preços incentivaram o aumento da oferta. O segundo fator tem relação direta com o financiamento através de formas não tradicionais de hipotecas que permitiram um aumento na oferta de crédito no mercado expandindo os preços dos imóveis. Não se sabe qual a relação de causalidade entre oferta de crédito e a expansão dos preços dos imóveis mas entendia-se que o preço dos imóveis somente cresceriam, permitindo esse ciclo. Em conjunto a isso houve o aumento nas hipotecas de baixa qualidade.<sup>24</sup>

Em concomitância ao aumento do valor das hipotecas dos imóveis percebeu-se um processo de piora na qualidade dos empréstimos e a canalização dos mesmos em ativos financeiros de baixa qualidade. A alta demanda por locais onde investir incentivou a emprestadores de crédito como as GSEs e empresas privadas como *Countrywide* a baixarem seus padrões de clientes ofertando produtos a uma faixa de pessoas que muitas vezes não conseguiriam obter tais empréstimos em condições normais de atuação. Esses tomadores podem ser vistos como clientes subprime que por serem mais difíceis em termos de comprovação de pagamento muitas vezes

---

<sup>24</sup> "Rather than 'derivatives and CDOs caused the financial crisis', it is more accurate to say: Securitizers lowered quality standards; Mortgage originators took advantage of this to create junk mortgages..." (FCIR, 2011, p. 426)

passariam distantes dos radares dessas companhias. Porém, por conta de uma busca incessante dos investidores em alocar seus recursos essas empresas decidiram ampliar sua gama de oferta. O resultado seria que essas novas hipotecas de baixa qualidade geraram securitizações também de baixa qualidade. Como quase uma condição para a existência dessas securitizações, as agências de risco acabaram sendo complacentes (ao admitir posteriormente que seus cálculos estavam errados) para que essas securitizações obtivessem graus de classificação de risco baixos. A visão dissidente enfatiza também que a argumentação base de que os instrumentos de CDOs que teriam sido grandes causadores da crise na verdade não se fundamenta. Isso porque para eles, a base dos CDOs já era debilitada. Caso as hipotecas iniciais tivessem ocorrido de maneira correta os CDOs não poderiam ser apontados como causa, mostrando que as inovações financeiras somente tiveram papel relevante no montante da crise por uma relação de multiplicador de problemas base e não por serem os motivos para a crise em si.<sup>25</sup>

Um ponto relevante também é a importância dada a forma com a qual as instituições financeiras eram reguladas e sua relação com a falência e, por consequência, com a crise. A visão dissidente enfatiza que instituições que sofreram processos de falência ou próximos de falir e portanto recorreram a programas de recuperação do governo estavam estabelecidas sob modelos de regulação distintos desde as englobadas nas entendidas como *Shadow Banking System* como nas que operavam de forma regulada no mercado financeiro como bancos comerciais e etc. Observa-se também que bancos que possuíam modelos regulatórios muito mais restritos no exterior sofreram de forma similar enfatizando que o modelo de regulação aplicado não foi um fator fundamental mas apenas um possível fator relevante para a magnitude da crise. As principais questões nesse caso são os fatores comuns a todos como o fato dos CEOs dessas instituições terem feito apostas arriscadas no mercado imobiliário, atuarem de forma alavancada, além de outras questões previamente levantadas.

### II.I.3 A Visão dissidente de Peter J. Wallison

Essa subseção foca na visão dissidente defendida dentro da comissão por Peter J. Wallison, sendo também apoiada por Arthur F. Burns e por integrantes da

---

<sup>25</sup> "As long as they could resell a mortgage to the secondary market, they didn't care about its quality." (FCIR, 2011, p. 425)

*American Enterprise Institute*.<sup>26</sup> O posicionamento desta visão vai na contramão quase que por completo da visão dissidente dos outros três comissionários como também da conclusão principal da comissão. Na visão de Peter e de seus companheiros, a causa principal para a crise foi à política de habitação do governo implementada em 1992 e continuada pelo HUD nas administrações Clinton e Bush filho.

O programa de ampliação da habitação própria iniciada no começo da década de 90 foi o que na verdade resultou na crise de 2008. O programa teve como resultado negativo, ao forçar o mercado a operar em busca de hipotecas mais arriscadas, a entrada de indivíduos que em condições normais não conseguiriam ser contemplados por programas de hipotecas e ou empréstimos. São os indivíduos subprime principalmente, mas podemos incluir aqui também os indivíduos que subiram de categoria de hipotecas mas não estavam em condições para arcar com o aumento dos custos dos empréstimos. Outros fatores ou foram causados por conta desse problema inicial ou mesmo são de menor relevância na participação da crise. Essa conclusão discorre então primeiramente sobre os pontos de maior discordância para depois argumentar a favor de sua visão.

O primeiro ponto a ser criticado com relação a conclusão principal da comissão diz respeito a baixa na taxa de juros e ao fluxo de capitais do exterior. Nesse ponto, afirma-se que o crescimento da bolha imobiliária não consegue ser explicado por essa visão uma vez que existiram bolhas imobiliárias anteriores, como a da década de 70 e 80, e quando ocorreu o desmanche das mesmas elas não resultaram em crises financeiras. A bolha imobiliária atual foi diferente pois houve, após seu desmantelamento, uma séria crise. A justificativa por trás desse argumento se baseia na forma da bolha e não no seu tamanho. O conteúdo, relacionado à política de habitação, seria das hipotecas subprime que mesmo não sendo as de maior volume apresentavam altos retornos e altos riscos.

O segundo ponto em que essa visão critica a principal esta relacionado ao processo de desregulamentação. Para Peter, o desmantelamento do GSA, defendido como fator essencial para a magnitude da crise (na visão principal), não atuou

---

<sup>26</sup> O *American Enterprise Institute* é um *think tank* dedicado a, segundo suas próprias palavras: defender a dignidade humana, expansão do potencial humano e construção de um mundo mais livre e seguro.

diretamente para que ela ocorresse. Não existem evidências suficientes para afirmar que, após a aplicação do GLBA e a permissão de associação entre bancos comerciais e empresas engajadas na formulação de securitizações, os bancos ficaram mais vulneráveis. O risco ocorreu por conta dos tipos de securitizações realizadas, sendo a sua maioria de baixa qualidade.<sup>27</sup>

Essa abordagem não compartilhava a crítica da visão majoritária da Comissão sobre a falta de supervisão adequada sobre as instituições financeiras, em especial no caso do *Shadow Banking System*. Apesar de boa parte delas serem supervisionadas pela SEC (admitida como uma supervisão fraca na visão do autor) outras instituições supervisionadas através da FDICIA sofreram na crise da mesma forma, pondo em dúvida a importância ou não de a supervisão ou a regulação serem de fato questões essenciais, sendo mais relevante por exemplo a forma com a qual as instituições financeiras do *Shadow Banking System* financiavam a sua alavancagem. Em sua maioria o financiamento ocorria através de empréstimos de curto prazo (muito arriscados).

## II. A visão da Comissão sobre o surgimento do mercado bancário paralelo e a desregulamentação financeira nos Estados Unidos

O primeiro ponto que a comissão trabalha é a formação dos bancos na sociedade norte americana. Segundo o relatório, os bancos possuem duas importantes funções dentro de um moderno sistema econômico. A primeira delas está relacionada ao sistema de pagamentos, que constitui em uma rede de operação com uma infraestrutura montada sob instituições e regras que dão suporte ao ciclo de negócios no dia a dia, sendo um sistema de pagamentos eficiente um fator diferencial para reduzir porosidades na economia. E como segunda função a intermediação financeira, empréstimos ou investimentos com o dinheiro que lhes é depositado, porém que implicam em maiores riscos já que há uma incerteza com relação ao retorno do próprio investimento.<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> "There is no evidence, however, that any bank got into trouble because of a securities affiliate." (FCIR, 2011, p. 446)

<sup>28</sup> (GLASS-STEAGALL ACT: COMMERCIAL VS. INVESTMENT BANKING, 1987)

Por quase todo o século 20, o sistema bancário americano não fugiu muito a regra, funcionando principalmente através de depósitos efetuados por seus clientes e empréstimos a tomadores de crédito. Em momentos de maior instabilidade, especulações sobre falta de liquidez ou dificuldades financeiras em um banco acarretavam em corridas bancárias, que muitas vezes não conseguiam corresponder a demanda de seus clientes e entravam em processo de falência pois a retirada de recursos acabava sendo maior do que o caixa disponível.

Corridas bancárias eram comuns antes da Guerra Civil Americana e nos anos de 1873, 1884, 1890, 1893 e 1907.<sup>29</sup> Afim de estabilizar o sistema financeiro americano, o Congresso decide formular em 1913 o *Federal Reserve System* (*Federal Reserve* ou Fed) com o objetivo de ser um órgão responsável pelo "emprego máximo, estabilização de preços e taxas de longo prazo moderadas".<sup>30</sup> Sendo somente organizado e operante em 1914, possuía um modelo de descentralização decisória com 12 *Federal Reserve Banks*, espalhados pelos EUA e um Comitê Central em Washington, DC.

O Fed, como é usualmente chamado, não foi suficiente para evitar corridas bancárias e quedas bruscas no mercado financeiro principalmente como a ocorrida em 1929, demonstrando que apesar de ter melhorado o sistema de pagamentos, introduzindo as *Federal Reserve Notes* e atuando na expansão e contração de moeda e crédito, as suas funções ainda eram restritas. O Congresso Americano formulou então uma nova reforma no mercado bancário, aprovada em junho de 1933 chamada de *Banking Act* e que informalmente posta como *Glass-Steagall Act*. (GSA) fazendo menção aos seus precursores, porem é mais correto vincular o nome GSA as subseções 16, 20, 21 e 32 do *Banking Act*.<sup>31</sup>

A reforma bancária criou o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) como uma corporação temporária do governo, mas que posteriormente ganha autonomia de agência permanente, com o objetivo de dar segurança aos depositantes dos seus bancos membros, reduzindo grandes corridas bancárias. A ideia é cobrir com certas ressalvas o capital que os indivíduos possuíam nos bancos. Sua cobertura,

---

<sup>29</sup> "To stabilize financial markets, Congress created the Federal Reserve System in 1913, which acted as the lender of last resort to banks" (FCIR, 2011, p. 29)

<sup>30</sup> (H.R. 7837, 1913)

<sup>31</sup> (PUBLIC LAWS OF THE UNITED STATES OF AMERICA PASSED BY THE SEVENTHY-THIRD CONGRESS, 1933, p. 162)

direcionada aos clientes dos bancos, era inicialmente de US\$ 2.500 em 1933, mas que evoluiu ao longo dos anos chegando a US\$ 100.000 em 1980 e depois para US\$250.000 em 2008. A criação do FDIC requeria que os bancos se vinculassem ao Fed para que pudessem fazer parte da sua cobertura, sob a justificativa de acompanhamento da boa conduta bancária, para que o dinheiro público não fosse utilizado em empresas que não atendessem aos interesses da sociedade.<sup>32</sup>

Mas de todas as medidas do *Banking Act*, as do GSA são vistas como as mais importantes já que focam na separação entre bancos comerciais e bancos de investimento. Em momentos de corridas bancárias, a liquidez fica escassa e a intermediação financeira fica comprometida. Foi exatamente o ocorrido com a grande depressão de 1930 (diferentemente do *crash* de 1929 que está mais relacionado ao mercado de valores) em que a corrida bancária cessou a intermediação financeira. Por essa razão o Congresso implementou medidas para conter esse movimento de interlocução entre o sistema de pagamentos e a intermediação financeira limitando o tipo de empréstimos dos bancos comerciais.

A seção 16, por exemplo, regula que tipos de títulos podem ser adquiridos pelos bancos comerciais, fazendo uma separação entre títulos elegíveis aos bancos e títulos não elegíveis aos bancos. As classificações se distinguem entre, por exemplo, certos títulos públicos municipais, estaduais e federais, compra de títulos com o objetivo único de atender uma demanda do cliente, títulos autorizados pelo *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) sendo que não fossem títulos "especulativos por natureza", o que na prática liberava somente títulos de dívida.

A seção 20, por sua vez, proibia aos bancos comerciais que se vinculassem (definindo vinculação em possuir um percentual de controle, tal como 50% das ações por exemplo) ou se filiassem a negócios que possuíssem caráter de bancos de investimento ou que tivessem dentre suas principais áreas de atuação o mercado de títulos, seja na aquisição, oferta pública de ações, distribuição e operação no mercado em geral. Estendendo-se também a aceitar esse tipo de operação com seus clientes (seção 21) e a autorizar o seu quadro de diretores a vinculação com empresas desse tipo (seção 32).

Observa-se então uma expressa necessidade de se desvincular por completo o mercado bancário de qualquer tipo de atuação agressiva do mercado de investimento,

---

<sup>32</sup> "...if banks were short of cash, they could now borrow from the Federal Reserve, even when they could borrow nowhere else."(FCIR, 2011, p. 29)

vistos a época como separáveis no que se refere a estrutura das empresas, seja um banco ou seja uma empresa manufatureira (hoje em dia, com a financeirização das grandes empresas observa-se uma dificuldade muito maior nesse quesito). Havia todavia exceções mas que no geral acabaram ficando mais compreendidas a interpretações da lei, sendo medidas caso a caso. A demanda por essa segregação vinculava-se a necessidade de prevenir eventuais desvios de conduta por parte dos agentes, avaliando-se que no pré-crise de 29, o anseio por ampliar o retorno dos investimentos resultou em aplicações de alto risco. Ao mesmo tempo, ao introduzir essas medidas, o governo preveniria o gasto do dinheiro público para recuperar empresas que não se preocuparam com os demais na sociedade uma vez que somente os bancos comerciais possuíam cobertura.

Essa separação servia para segregar o que a época era visto como empresas que atuavam com maior proteção do Estado, por estarem em um setor de importância para a sociedade e empresas que atuavam no já livre mercado da concorrência financeira. A cisão foi essencial para diminuir o nível de exposição de clientes que buscavam apenas serviços bancários, de empresas que atuavam em uma área de maior imprevisibilidade e por consequência, maiores riscos. Ao escolher atuar no mercado bancário os bancos comerciais precisariam se submeter as novas regras para que pudessem recorrer ao emprestador de última instância em casos de baixa liquidez, precisando seguir restrições operacionais e aplicações de baixa ou nenhuma rentabilidade.

Ao restringir a atuação dos bancos com regulações específicas como áreas de atuação, limites operacionais, alavancagem e mercados específicos o GSA abriu espaço para que outros agentes pudessem atuar de forma menos regulada no sistema financeiro. Com uma demanda reprimida e uma oferta limitada, o mercado de bancos de investimento surge como forma a compensar a interlocução entre os investidores e as empresas no mercado de ações. Na prática os bancos diminuíram sua participação nas bolsas de valores e instituições, agora separadas pelos balanços financeiros, ganharam espaço oferecendo serviços de gestão de carteiras seguindo a demanda de seus cliente por produtos com maior retorno e mais arriscados do que os usuais investimentos de baixo risco e menor retorno ofertados pelos bancos. A qualidade e a segurança financeira dessas empresas se basearia no interesse das mesmas em manterem a sua reputação como bons locais de negócios para os investidores, o que na prática seria uma boa escolha dos tipos de negócios e empresas que iriam investir.

O *Shadow Banking System*, denominado assim por Paul McCulley (2007), surge no momento em que estipula-se o que deve ou não ser mais acompanhado pelo governo.<sup>33</sup> Torna-se um grande segmento de intermediação financeira que fica fora da contabilidade dos bancos comerciais regulados e fora da supervisão discricionária dos novos agente reguladores. Não deve-se porém confundir o fato de não possuírem um órgão fiscalizador específico a que devem se submeter, com o fato de não serem supervisionados isso porque a *U.S. Securities and Exchange Comission* (SEC) - surgida no *Securities Exchange Act*. de 1934 - acompanhava esse mercado bancário paralelo.<sup>34</sup> O seu acompanhamento porém se relaciona principalmente com o registro dos fundos e suas atuações, divulgação dos riscos e controle dos agentes sobre informações privilegiadas ou outras formas de fraude. Elas não estão sujeitas a padrões de capital e liquidez nem a testes de segurança da mesma forma que os bancos eram.

O modelo de dois "mercados" dentro de um mesmo sistema financeiro funcionou razoavelmente bem com cada cliente buscando os produtos financeiros de acordo com sua aversão ao risco e rentabilidade esperadas até meados de 1960/70. Nesse momento, a inflação americana começou a se elevar e como resultado as taxas de juros para combatê-la também. Esse processo teve como resultado indireto a queda no lucro dos bancos comerciais.<sup>35</sup>

A regulação Q, parte do *Banking Act*, servia para desencorajar a competição entre os próprios bancos no que concerne a remuneração das poupanças de seus clientes, o que poderia levar a investimentos arriscados com o objetivo de aumentar o retorno dos mesmos. Estabeleceu-se então que não haveria pagamento de juros nas contas correntes (*demand deposits*) e um limite máximo para as poupanças (*saving account*), podendo variar o valor da rentabilidade de acordo com o tipo de conta. O que nesse período resultava em retorno aos clientes taxas que raramente excediam 6%. No momento em que o Fed iniciou o processo de combate a inflação através da elevação da taxa de juros os bancos viram seus lucros caírem já que na avaliação dos clientes, o risco tomado ao se investir na dívida pública americana era menor do que depositando no banco. A oferta maior de juros incentivou a busca por fundos de

---

<sup>33</sup> (MCCULLEY, 2007, p. 2)

<sup>34</sup> (SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, 1934)

<sup>35</sup> "The system was stable as long as interest rates remained relatively steady, wich they did during the first two decades after World War II."(FCIR, 2011, p. 29)

investimento, alocados em bancos de investimento, que apresentassem maiores rentabilidade, mesmo que a sua base de ações fossem títulos públicos americanos, mas por poderem investir em outros ativos, diversificavam mais as suas carteiras.

O número de clientes dos bancos de investimento cresceu, mas como seus investimentos não possuíam a mesma proteção das ofertadas pelos bancos comerciais, aumentou-se a procura por uma diversificação de produtos. Os bancos de investimento buscavam por empresas interessadas em emitir notas promissórias (*commercial papers*) e "repo" (*repurchase agreement*) na tentativa de ofertar crédito ao mesmo tempo em que vendiam a seus clientes produtos de alta qualidade pois somente empresas financeiramente bem estruturadas podiam emití-los.<sup>36</sup>

Esses tipos de produtos não estavam protegidos da insegurança existente no mercado financeiro. Ambos sofreram grandes testes de resistência contra a sua credibilidade. O de notas promissórias foi em 1970 com a crise da *Penn Central Transportation Company*, sexta maior empresa não financeira dos EUA, que entrou em processo de falência com US\$ 200 milhões em notas promissórias e em 1982 foi a vez das *repo* que viram seus contratos firmados não serem pagos pelas firmas *Drysdale* e *Lombard-Wall*, grandes firmas seguradoras. O resultado dessas crises entretanto não foi catastrófico como era de se esperar. Em ambas as situações o Fed entrou como emprestador de última instância, ofertando empréstimos de emergência com taxas de juros reduzidas para que as empresas pudessem renovar seus empréstimos, garantindo a continuidade do mercado de *repo* e notas promissórias. O resultado foi a sensação de cobertura oferecido pelo Fed e que como resposta implícita implicava em maior confiabilidade no mercado. Ao fim, os bancos de investimento se saíram melhores do que antes da crise. A popularização trouxe clientes que buscavam maiores lucros e empresas que procuravam financiamentos mais baratos ao mesmo tempo em que agora encontravam certa confiabilidade no mercado, indiretamente garantido pelo Fed.

Os bancos comerciais se enfraqueceram nessa situação. Mediante limitações de alavancagem e operação, a oferta de produtos era restrita ficando mais vinculada a garantia de segurança dos investimentos do que ao próprio retorno. Porém quando o Fed atuou protegendo os bancos de investimento ele acabou criando garantias indiretas aos investidores de que esse mercado não era tão desprotegido e não

---

<sup>36</sup> "... consumers liked the higher interest rates, and the sature of the funds' sponsors reassured them."(FCIR, 2011, p. 30)

segurado quanto parecia, influenciando no aumento da confiabilidade por parte dos clientes. O impacto recaiu diretamente sobre os bancos comerciais. Agora a principal diferença entre os dois mercados deixou de existir ou reduziu na visão do investidor. Vendo sua lucratividade e seu mercado diminuir em comparação com os bancos de investimento, inicia-se um movimento na década de 70 visando pressionar por mudanças para que as empresas pudessem competir de forma mais igualitária no setor financeiro. Inicialmente ocorre uma pressão sobre seus reguladores e posteriormente com os legisladores iniciando um processo de *lobby* bancário no Congresso em busca de mudanças que pudessem tornar o mercado mais competitivo à favor deles.

O primeiro resultado positivo foi a implementação pelo Congresso americano do *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*. em 1980 que reduziu a limitação imposta da *Regulation Q* - que limitava a remuneração para as poupanças sem que houvesse alterações nos tipos de investimentos permitidos - dentre outras medidas de menor importância como o aumento da cobertura das contas pelo FDIC para US\$100.000.<sup>37</sup> A permissão porém de se remunerar melhor as poupanças encontrava restrições práticas. A oferta de investimentos seguros tais como os investimentos imobiliários e títulos públicos tinham um caráter de retornos no longo prazo a juros fixados, impedindo e restringindo a possibilidade de se pagar maiores retornos, mesmo que agora eles fossem permitidos.

Como consequência, em 1982 um segundo plano de modernização do mercado financeiro foi aprovado, o *Garn-St. German Depository Institutions Act*. (GSGDI). Essa nova legislação aumentava a oferta de produtos que os bancos e as *Saving & Loans* (S&L ou Thrifts) poderiam oferecer, principalmente no mercado imobiliário. A principal mudança foram as *Adjustable-rate Mortgages* (ARMs) que eram empréstimos imobiliários a juros flutuantes. Antes do GSGDI os bancos e as S&L ofertavam hipotecas a taxas de juros fixas o que limitavam as possibilidades e o número de empréstimos, isso porque ao se determinar uma taxa de juros de longo prazo você embute o custo da inflação esperada resultando em altas taxas de juros. Quando a inflação fica abaixo da expectativa o banco ganha com o diferencial, o inverso ocorrendo quando a inflação fica acima da expectativa. Essa medida de juros fixos visa reduzir a incidência do risco para os dois lados. No momento em que os bancos e as S&L podem fazer empréstimos que acompanhem o mercado, elas

---

<sup>37</sup> (H.R. 4986, 1980)

diminuem o risco sobre si e repassam ao consumidor a incidência da inflação, ao mesmo tempo em que ganham mercado pois podem ofertar taxas de empréstimo menores, adquirindo novos tomadores. Outra medida do GSGDI foi a permissão para os grandes bancos comerciais e as S&L de criação de contas vinculadas a rendimentos maiores, principalmente títulos, as *Money Market Deposit Accounts* (MMDA), uma característica antes vinculada somente aos *Money Market Deposit Funds*, dos bancos de investimentos.<sup>38</sup>

A autorização para atuar com as MMDA gerou um conflito jurídico nos bancos comerciais. A seção 20 do *Banking Act*. limitava a atuação dos bancos com empresas que operassem em áreas de alto risco, áreas que por denominação eram somente elegíveis aos bancos de investimento pelo risco que esse tipo de operação poderia afetar a estabilidade dos bancos. Em uma tentativa de se mudar essa questão ocorreu uma reinterpretação em Dezembro de 1986 por parte do Fed, que possuía jurisdição regulatória sobre os bancos, da seção 20 do GSA. A argumentação apresentada a época era a de que, ao se afirmar que os bancos não poderiam estar "principalmente engajados" com operações consideradas de maior insegurança não significava que eles não poderiam estar engajados em qualquer nível, abrindo uma brecha para aumentar em até 5% o percentual no retorno financeiro dos bancos com esses papéis.<sup>39</sup> Ao final da década esse percentual subiu para 10%, chegando a 25% em 1997. Segue, segundo o texto original do GSA (tradução literal): "principalmente engajados com corporações, associações, junta de empresários ou outra organização similar que atue com especulação, subscrição, ofertas públicas...".<sup>40</sup>

O argumento da liberalização se pautava na expectativa de que as empresas financeiras iriam se autorregular através da melhoria no gerenciamento de risco. As reformas da década de 80 visavam ajudar as empresas que dependiam dos depósitos para investir. Porém, com a remoção do limite na taxa de retorno das poupanças, a

---

<sup>38</sup> (PERMISSIBLE SECURITIES ACTIVITIES OF COMMERCIAL BANKS UNDER THE GLASS-STEAGALL ACT AND THE GRAMM-LEACH-BLIBLEY ACT., Abril 12, 2010)

<sup>39</sup> "Now, as long as bank holding companies satisfied certain safety and soundness conditions, they could underwrite and sell banking, securities, and insurance products and services." (FCIR, 2011, p. 55)

<sup>40</sup> "Sec. 20. After one year from the date of the enactment of this Act, no member bank shall be affiliated in any manner described in section 2 (b) hereof with any corporation, association, business trust, or other similar organization engaged principally in the issue, flotation, underwriting, public sale, or distribution at wholesale or retail or through syndicate participation of stocks, bonds, debentures, notes, or other securities." (PUBLIC LAWS OF THE UNITED STATES OF AMERICA PASSED BY THE SEVENTHY-THIRD CONGRESS, 1933, p. 188)

regulação acabou prejudicando a vantagem que as S&L tinham sobre os bancos comerciais. Ao mesmo tempo, com as MMDA, havia espaço para atuarem em mercados mais arriscados resultando em uma exposição maior a riscos. O aumento da inflação, a atuação em mercados mais arriscados e a competição por depósitos mais rentáveis resultou em uma falência sistêmica das *Saving and Loans* e bancos menores provocando uma crise no setor de empréstimos imobiliários, principal área de atuação das S&L na década de 80. O resultado da crise foi a ampliação dos poderes de regulação e cobertura das agências reguladoras existentes sobre esse mercado, ao mesmo tempo em que houve um incentivo a expansão de outros agentes que atuavam no mercado imobiliário como as *Government-Sponsored Enterprises* (GSEs).<sup>41</sup>

Apesar do aumento da supervisão sobre esse mercado, a pressão por maior liberalização econômica continuava forte, sob o argumento de que um sistema financeiro mais integrado resultaria em um crescimento das inovações financeiras ao mesmo tempo que a diversidade e diversificação aumentaria a proteção ao mercado. Enquanto o Congresso avaliava o processo de desregulamentação havia também uma preocupação com o número de bancos que estavam entrando em pedido de falência. As falências desses bancos eram acompanhadas pela entrada da cobertura do FDIC em contas que a princípio não seriam cobertas mas que por um medo de corridas bancárias essas empresas receberam a cobertura do FDIC, criando o conceito de "*too big to fail*" em que os bancos se tornavam tão importantes dentro do sistema financeiro que a sua falência poderia causar problemas ao sistema como um todo.<sup>42</sup>

A década de 90 foi muito importante para o fortalecimento dos bancos comerciais. A expansão sob economias de escala geravam crescimento que era potencializado com o poder de mercado que ganhavam. A aplicação em 1994 do *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*. permitiu que os bancos pudessem se expandir além dos seus estados originários abrindo a possibilidade de aquisição de subsidiárias em outros estados. A noção de autorregulação do mercado através do interesse das empresas em se protegerem era espalhado sob as agências reguladoras o que incentivava a desregulamentação e as que não viam dessa maneira eram inibidas de agir através do lobby bancário no Congresso. Um movimento

---

<sup>41</sup> "Despite new laws passed by Congress in 1989 and 1991 in response to the S&L crisis ... the impulse toward deregulation continued."(FCIR, 2011, p. 36)

<sup>42</sup> "In the end, the 1991 legislation sent financial institutions a mixed message: you are not too big to fail - until and unless you are too big to fail."(FCIR, 2011, p. 37)

importante foi também a pluralidade de reguladores sob diversos setores da mesma holding bancária causando na prática uma não análise por completo da companhia, sob um discurso de que assim, nenhuma agência poderia ser arbitrária ou inflexível demais. Outro fator inibidor da regulação era que algumas agências como a *Office of Thrift Supervision* (OTS) ou a *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) eram bancadas em parte com recursos das empresas que elas eram supostas a vigiar.<sup>43</sup>

O aumento da competição, inovações financeiras, o desenvolvimento tecnológico e flexibilizações na regulamentação tornaram difíceis o desenho de linhas claras que separassem o mercado dos bancos comerciais e dos bancos de investimento. O anseio por uma desregulamentação maior do mercado bancário não cessou, sendo vista como uma necessidade na evolução e melhoria do mercado se ele fosse menos regulado e mais integrado. Indiretamente esse movimento já ocorria, através de pequenas mudanças como a já dita reinterpretação da seção 20 do GSA. O auge do processo de desmantelamento do GSA foi a proposta de unificação do *Citibank* com a companhia de seguros *Travelers*. Como já havia ocorrendo, o Fed autorizou a união dentro das premissas legais, mas seria necessário uma série de desmontagens para permitir o processo, afetando o que se tornaria a maior empresa bancária dos EUA à época, o *Citigroup*. O Congresso precisou tomar uma decisão se acabaria de vez com as restrições do GSA ou diminuiria o poder do *Citigroup*. Foi aprovado então em Novembro de 1999 o *Gramm-Leach-Bliley Act*. (GGLA) que permitia fusões e uniões entre bancos comerciais e bancos de investimentos. As Companhias Financeiras (*Financial Holding Companies*) permitiam então que bancos comerciais e bancos de investimento coexistissem sob um controle gerencial comum. O argumento apresentado era que agora as novas *Holding Companies* seriam "mais lucrativas (devido a economias de escala e escopo), mais seguras (por uma maior diversificação dos riscos), melhor aos consumidores (pela conveniência de se ter todos os serviços financeiros em uma mesma empresa) e mais competitivas aos bancos estrangeiros".<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> "...the larger the number of institutions that chose these regulators, the greater their budget." (FCIR, 2011, p. 54)

<sup>44</sup> (PERMISSIBLE SECURITIES ACTIVITIES OF COMMERCIAL BANKS UNDER THE GLASS-STEAGALL ACT AND THE GRAMM-LEACH-BLIBLEY ACT., Abril 12, 2010)

### III. A visão da Comissão sobre Securitização, Derivativos e CDOs como estimuladores do crescimento

Um aspecto importante discutido no relatório diz respeito a importância dos instrumentos financeiros utilizados pelas instituições. Bancos, ao fazerem empréstimos imobiliários, absorvem em seus passivos grandes contingentes de capital estagnado, observando a longevidade dos empréstimos, característico desse setor. O pagamento mensal das hipotecas em contrapartida ao pagamento imediato do valor do imóvel. Como medida de estímulo a moradia, o governo americano decidiu absorver esses passivos e dar suporte ao mercado imobiliário já na década de 30. *Fannie Mae* e *Freddie Mac* surgem como empresas do governo norte-americano de capital aberto ou *Government-Sponsored Enterprises* (GSEs). Criadas pelo Congresso americano, tinham como objetivo dar suporte ao mercado imobiliário, adquirindo hipotecas que seguissem determinados padrões de empréstimo para que houvesse uma oferta constante de crédito ao mercado através dos bancos comerciais e das S&L ou Thrifts. Assim, as GSEs, ao absorverem o passivo hipotecário do setor financeiro, atendiam ao objetivo do governo de incentivar pessoas a adquirirem suas casas próprias através de empréstimos ao mesmo tempo em que criavam previsibilidade de pagamento (taxas de juros fixas), o que seria dificilmente feito pelos bancos já que os mesmos não tem interesse em assumir riscos em uma possível variação futura na taxa de juros.

A intermediação financeira é uma das funções essenciais de um banco, onde ocorre um equilíbrio entre empréstimos ou investimentos de longo prazo com o dinheiro que lhes é depositado no curto prazo. A aquisição de uma série de hipotecas de longo prazo e empréstimos financeiros de curto prazo necessitam de um fluxo de capital para financiar esse diferencial temporal. Além das GSEs, a securitização foi uma forma criativa de retirar esse passivo dos bancos. Esse processo consiste em criar um pool de hipotecas e revendê-las ao mercado, transpondo a intermediação financeira de ativos de longo prazo para o mercado de capitais captando passivos financeiros, convertendo-os em títulos e lançando-os no mercado. Assim consegue-se captar dinheiro com investidores interessados em investimentos de longo prazo e confiáveis, como no caso o mercado imobiliário americano, e obtém-se como retorno o pagamento das hipotecas. Esse tipo de medida financeira serviu para potencializar o financiamento do mercado de imóveis. As GSEs por sua vez somente foram

autorizadas a operar com securitizações em meados de 1970 com a intenção de expandir a oferta de crédito ao mercado imobiliário.<sup>45</sup>

Ambas as empresas tinham como missão o suporte do mercado imobiliário e o maior retorno dos seus investimentos. As facilidades obtidas como linhas especiais de crédito do Fed, baixa garantia para cobrir seus passivos, levavam ao mercado a crer que o governo implicitamente garantia a solvência delas, fazendo com que os seus papéis securitizados fossem vistos quase tão bons quanto os papéis emitidos pelo tesouro americano. Essa lógica foi testada quando em 1979, com o aumento das taxas de juros a Fannie Mae passou por um teste de resistência similar ao das S&L já que para garantir os papéis que guardava no seu passivo, ela captava dinheiro de curto-médio prazo. No momento em que esses custos se elevaram o seu débito aumentou. O governo logo agiu para que elas não falissem dada sua importância estratégica dentro do sistema financeiro e estruturadora no mercado imobiliário. Elas entraram implicitamente na categoria de *too big to fail*. Com a crise de 1992 das S&L, o Congresso aumentou a regulação sobre as *Thriffs* ao mesmo tempo em que tentou aumentar a supervisão sobre as GSEs, porém, seu poder político limitou a atuação do seu novo órgão supervisor, o *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO). O aumento das limitações sobre os bancos e as S&L resultou em um processo destas em repassar suas carteiras de hipotecas para as GSEs, reduzindo sua alavancagem e dando maior espaço para crescerem. O resultado fez com que as GSEs duplicassem de tamanho entre 1990 e 1995 e novamente entre 1995 a 2000.<sup>46</sup>

O percentual de alcance das hipotecas absorvidas pelas GSE era restrito pois atendiam somente a uma parte do mercado imobiliário, aquela que conseguia atender aos padrões de empréstimos previamente estipulados. Esses padrões iam desde a qualidade e tempo de trabalho do tomador do empréstimo até ao tipo de casa que ele gostaria de adquirir. Dentro do mercado imobiliário existiam também os tomadores classificados como subprime ou de alto risco. Os indivíduos subprime estão em condições menos favoráveis (geralmente minorias ou pobres), mais arriscadas, e por isso não atraem o mercado em um primeiro momento já que o risco traduz-se em maiores taxas de juros que essas pessoas não poderiam arcar por estarem mais

---

<sup>45</sup> "Before 1968, Fannie Mae generally held the mortgages it purchased, profiting from the difference - or spread - between its cost of funds and the interest paid on these mortgages."(FCIR, 2011, p. 39)

<sup>46</sup> "After Congress imposed stricter capital requirements on thriffs, it became increasingly profitable for them to securitize with or sell loan to Fannie and Freddie rather than hold on to the loans."(FCIR, 2011, p. 40)

expostas a um potencial desemprego por exemplo. A queda na taxa de juros e os incentivos fiscais do governo para que essa faixa da sociedade pudesse adquirir a sua própria residência porém fizeram com que as taxas resultantes a eles fossem mais atrativas do que antes, fazendo com que players de *Wall Street* observassem com mais atenção esse nicho de mercado.

As securitizações são processos de agregação de diversas dívidas dentro de um único pacote, podendo ocorrer em diversos tipos de dívidas como cartões de crédito, compra de carros e imóveis. Dentro desse processo você pode criar uma diversificação segundo mercado, hipotecas de maior e menor valor, ou áreas metropolitanas diferentes (Los Angeles, Nova York, Miami etc.) o que ajudava a reduzir o risco geral sobre as securitizações. Essas medidas visam reduzir os riscos de eventuais quedas de um mercado local que puxassem por exemplo um banco que atuasse regionalmente. Ao securitizar você também exporta o passivo dos empréstimos para fora do seu balanço de pagamentos o que acabava reduzindo a necessidade de garantias aos papéis. Esse pacote securitizado era dividido em faixas, onde de acordo com o interesse do investidor ele poderia comprar faixas que pagassem menos juros mas que com a queda do pagamento das hipotecas elas seriam as primeiras a receber. O inverso também sendo verdade, faixas com maiores retornos mas que em momentos de contração eram as últimas a receber o pagamento. A complexidade desse mercado trouxe as agências de avaliação de risco para um papel central pois eram elas que avaliavam a qualidade do investimentos para investidores com pouca atuação no mercado das securitizações.

Com o desenvolvimento e inovações tecnológicas no início dos anos 90, os bancos comerciais e os fundos de investimento conseguiram distribuir de forma eficiente hipotecas do tipo subprime, ou que não seguissem os padrões das GSE, em pacotes de securitização. A distribuição ocorria ao unir hipotecas com características e por consequência riscos diferentes, de mercados imobiliários diferentes e clientes com características diferentes, em um mesmo pacote de securitização. Os empréstimos do tipo subprime já existiam através dos bancos mas as altas taxas de retorno requeridas sempre se mostraram um empecilho ao seu crescimento. As hipotecas do tipo ARMs abriram espaço para a própria evolução das securitizações reduzindo através de modelos matemáticos complexos os riscos ao investidor final. Ao se agregar empréstimos de alto risco com de menores riscos os fundos conseguiam diminuir a incidência geral ao investidor, o que tornava o mercado atraente, já que na

causalidade de um não pagamento de um empréstimo a sensação de perda não seria tão claramente observada.

Mas foi somente nos anos 2000 que esse mercado se expandiu vertiginosamente. A baixa dos juros, a securitização e a expansão do mercado imobiliário deram espaço para que o nível de empréstimos subprime saíssem de 10,1% em 2000 para 23,5% em 2006 do total do mercado imobiliário.<sup>47</sup> O crescimento desse mercado foi impulsionado pela diminuição dos padrões dos tomadores o que resulta por consequência em prêmios maiores aos ofertantes de empréstimo. Uma oferta que antes não seria viável pela classificação do risco de não pagamento do empréstimo agora passa por um processo de reavaliação nos níveis de exposição aceitáveis ao mesmo tempo em que esses mesmos clientes precisavam pagar maiores taxas, atraindo o mercado. Esses fatores foram essenciais para um aumento expressivo da exposição das empresas ao risco de não pagamento dos empréstimos.

Os investidores são avessos ao risco por natureza. O risco porém também está diretamente relacionado ao rendimento, ocorrendo então uma busca por um equilíbrio entre o retorno financeiro e sua aversão ao risco. A securitização no mercado financeiro é a tentativa de se diminuir o risco através da diversificação de ativos ao se juntar em um pacote uma série de dívidas, partindo do princípio de que ativos com diversas origens de rendimentos tem uma probabilidade maior de não sofrerem quedas em conjunto no pagamento. Ao mesmo tempo em que a securitização aumenta a segurança e o fluxo de dinheiro, ela cria todavia um nível de complexidade maior de acompanhamento pois aumenta o número de variáveis a serem acompanhadas em um pacote de dívidas.

A complexidade em torno dos formatos de securitizações lançados pelas empresas financeiras precisou do suporte analítico de agências de risco de crédito como *Moody's* e *Standard and Poor's* para ganharem legitimidade no mercado. As agências, que faziam classificações para que os investidores pudessem decidir o nível de risco a ser tomado de acordo com a sua classificação, foram essenciais para que a securitização de alto risco encontrasse um mercado investidor. Baseadas em modelos matemáticos em que algumas proposições básicas eram pouco consideradas como por exemplo a possibilidade da queda do preço dos imóveis ou a diminuição da qualidade

---

<sup>47</sup> Figura 5.2 (FCIR, 2011, p. 70)

dos tomadores de empréstimo, essas agências avaliavam os títulos em rankings de classificação onde o mercado baseava sua confiança desde a possibilidade de se operar com esses papéis ou até mesmo no nível de alavancagem garantido por eles. Essas classificações davam suporte também para que as empresas financeiras conseguissem se financiar no mercado de curto prazo já que boa parte dos seus ativos eram avaliados de forma positiva o que permitia ainda mais a alavancagem em cima de papéis de alto risco.

Os derivativos também tiveram um papel importante no desenvolvimento das securitizações. Eles tinham como objetivo criar uma proteção contra variações no mercado ou especulações de mudança nos preços e taxas de juros. Eram um mercado regulado pelo *Commodity Exchange Act.* de 1936 que foi posteriormente atualizado com a criação da *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) que regularia e supervisionaria o mercado.<sup>48</sup> Porém com o crescimento rápido desse setor as falhas ocorriam de maneira crescente o que aumentava a pressão por uma maior desregulamentação desse mercado acreditando-se que assim também haveria melhorias através da autorregulação. Um fator que ajudou no crescimento desse mercado eram as garantias de capital a investimentos que os derivativos davam. Ao comprar um investimento você fica exposto ao não cumprimento do seu contrato. Os derivativos servem para cumprir o pagamento do seu contrato, mas em contrapartida seria necessário o pagamento mensal de um prêmio para que o outro investidor cubra a sua eventual perda, similar a um contrato de seguro. Os derivativos reduziam o risco sobre os papéis cobertos diminuindo assim a quantidade de capital que, por exemplo, os bancos comerciais eram necessários guardar como garantia. Indiretamente isso aumentava a capacidade de exposição ou alavancagem que os bancos poderiam fazer já que ao contratarem um derivativo precisavam guardar menos recursos para garantir seus investimentos. O derivativo mais utilizado eram as *Credit Default Swaps* (CDS ou *Synthetic CDOs*) que agiam como um seguro onde o tomador da opção faz pagamentos periódicos na garantia de que perdas sobre o papel que a opção estava apoiada (uma securitização por exemplo) seriam pagas pelo derivativo ou seu vendedor. A questão essencial é que esse mercado não era acompanhado da mesma forma que as seguradoras porque os CDS eram vistos como derivativos e não seguros (apesar de atuarem similarmente). No caso dos seguros, na venda de uma apólice é

---

<sup>48</sup> (FCIR, 2011, p. 46)

necessário que se tenha uma reserva de capital para proteger o contratante caso haja algum sinistro, para as CDS isso não era necessário.

A venda das securitizações aos investidores encontravam certas limitações. Como havia uma divisão em faixas dentro dos pacotes de securitizações (uma faixa superior com menor risco era classificada como AAA e assim por diante ficando as de maiores risco e maiores retornos mais abaixo, muitas vezes sem demanda) as classificações de risco dentre elas variavam e muitas vezes as que recebiam uma pior classificação, chamadas também de *Mezzanine Tranches* ou as *Equity Tranches*, não conseguiam ser vendidas a investidores. Ao se juntar uma série de *Mezzanine Tranches* em uma nova securitização ou *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) você conseguia criar novas faixas de classificação similares a original. A junção de pedaços diferentes de securitizações em novos CDOs, pela mesma lógica das suas securitizações originais, de junção de hipotecas diferentes em um mesmo pool, reduziria o risco geral e diminuiria a exposição a uma eventual queda no pagamento das hipotecas. A lucratividade dos CDOs estaria então na diferença na taxa de juros que recebia e na de que pagava a seus clientes, além de taxas de entrada nesse produto.

Os primeiros CDOs surgiram em 1987 mas sob um formato em que os ativos se baseavam em dívidas de empresas ou de países em desenvolvimento, mas somente com a crise de liquidez de 98, por conta da crise da dívida russa é que surgiram as securitizações garantidas por títulos (*asset-backed securities* ou CDOs) que unificavam as fatias mais arriscadas das securitizações originais agregando as faixas com as piores classificações de risco de securitizações de diversos setores, desde cartões de crédito até imóveis. A própria multiplicidade de setores acabou todavia afetando esse tipo de produto. No início do ano 2002 eles começaram a apresentar maiores dívidas principalmente os baseado em: empréstimos para trailers, arrendamentos de aeronaves e taxas de retorno de fundos de investimento, afetando a credibilidade desse tipo de investimento. A partir de então os CDOs se tornaram especializados em uma área específica, o mercado de securitizações de hipotecas (*mortgage-backed securities* ou MBS).

#### IV. O desenrolar da crise e seu estopim segundo a visão principal do relatório da FCIC

O ponto de partida da Comissão ocorre através da década de 1990. Segundo o relatório, o período foi muito promissor para o mercado das telecomunicações e dos imóveis. Com o avanço das tecnologias no setor de telecomunicações e a entrada do mundo virtual houve uma expansão muito grande de empresas nesse setor ampliando a necessidade de captar recursos na bolsa de valores através de IPOs. O frenesi criado nessa área até então pouco conhecida criou uma busca por seus ativos sempre na expectativa de que esse novo mercado seria muito promissor dada sua inovação e crescimento. No começo da década de 20 a bolha baseada na esperança de altos retornos dos investimentos nesse novo mercado estourou. Com relatórios mais realistas e mais atuais os investidores perceberam que a alta expectativa e o rápido crescimento do preço dos ativos não condiziam com a realidade quebrando a expectativa de que essas empresas iriam apresentar os resultados promissores como os apresentados nos lançamentos das IPOs. Na falta de confiança os investidores fugiram desse setor tentando diminuir os prejuízos. O resultado foi a implosão de diversas empresas assim como a quebra repentina da *Enron* e *WorldCom*. Na tentativa de contornar os problemas financeiros das empresas que haviam investido, os bancos de investimento tentaram forjar e alterar ilegalmente o balanço dessas empresas para que pudessem retomar a confiança e melhorar seus empréstimos e o valor das suas ações. As fraudes foram descobertas causando uma maior desconfiança no mercado pois não se sabia ao certo até que ponto os bancos de investimento haviam alterado a realidade de outras empresas.

O mercado imobiliário privado por sua vez conseguiu absorver certas vantagens da evolução tecnológica. Um exemplo é a ampliação ao acesso de dados dos clientes, tais como suas performances no pagamento de dívidas, o que permitia uma classificação de crédito melhor do que as usuais avaliações básicas que implicavam um percentual de erro muito grande. Essa evolução serviu também para a melhoria e expansão dos empréstimos a pessoas com menores possibilidades de acesso. O *Community Reinvestment Act*. (CRA) de 1977, observando a necessidade de se tentar forçar a expansão a esses clientes vistos com maiores riscos, criava incentivos aos bancos para que eles emprestassem e investissem na população de

baixa renda mas sem afetar a sua segurança financeira. A criação de métodos de classificação dos clientes melhorou a oferta de crédito ao mesmo tempo em que algumas flexibilizações regulatórias feitas pela OTS e OCC incentivavam um maior investimento em clientes subprime para atender os objetivos da CRA.<sup>49</sup>

Em 2001, com a economia em desaceleração por conta da crise das ".com" e mesmo com o baixo nível de desemprego, 4%, o menor nível histórico em 30 anos, o Fed decidiu ampliar as políticas monetárias para tentar estimular o crescimento. O ajuste cortou taxas de juros para tentar reaquecer o mercado saindo de 6.5% em Janeiro de 2001 para 1% em meados de 2003, além de inserir mais moeda no mercado com a compra de US\$150 bilhões em papéis do governo, injetando mais liquidez nos bancos e incentivando o retorno do nível de empréstimo.<sup>50</sup> Ao mesmo tempo, segundo uma avaliação do Fed, a liquidez internacional também foi um fator contribuinte para a grande oferta de crédito no mercado imobiliário. A recuperação econômica dos países em desenvolvimento incentivou a criação de reservas cambiais para a proteção de seus mercados criando um incentivo a buscar formas de investimentos mais seguras como o mercado imobiliário americano.

A baixa da taxa de juros e o fim da recessão econômica aqueceram o crescimento do mercado imobiliário, iniciado pelo aumento do preço dos imóveis. Nos estados americanos que apresentaram um crescimento mais rápido dos preços os níveis de construção de imóveis também surgiram de forma mais rápida. Na Flórida por exemplo 14% dos novos empregos estavam relacionados ao setor de construção. De 2002 a 2005 o setor de construção residencial contribuiu três vezes mais para a economia do que havia contribuído em média durante toda a década de 90.<sup>51</sup>

A política monetária do Fed reduzia o custos dos empréstimos, abrindo espaço para uma redução nos custos de aquisição de imóveis, permitindo que você adquirisse uma casa maior, saindo por exemplo da sua casa de US\$ 180.000 para uma de US\$ 245.000 sem alterar o seu pagamento mensal, somente com a redução na taxa de juros.<sup>52</sup> Para os que quisessem adquirir os empréstimos através das ARMs -taxas de

---

<sup>49</sup> *"The CRA called on banks and thrifts to invest, lend, and service areas where they took in deposits... encouraged banks to lend to borrowers to whom they may have previously denied credit."* (FCIR, 2011, p. 72)

<sup>50</sup> *"...the committee cut the rate another half point, and it continued cutting throughout the year - 11 times in all - to 1.75%, the lowest in 40 years."* (FCIR, 2011, p. 84)

<sup>51</sup> *"With the recession over and mortgage rates at 40-year lows, housing kicked into high gear - again."* (FCIR, 2011, p. 84)

<sup>52</sup> Figura 6.1 (FCIR, 2011, p. 86)

juros ajustáveis - a possibilidade de pegar quantias maiores era ainda maior. Com a entrada de capital no mercado imobiliário, os preços dos imóveis subiram de maneira rápida. O aumento dos preços e a baixa dos juros incentivava também o refinanciamento das hipotecas. Somente em 2003, uma em cada 4 hipotecas era de refinanciamento, algo sem precedentes, sendo que muitos deles faziam retirada do dinheiro para uso próprio como consumo de bens. As famílias então ampliaram suas dívidas, estocadas em hipotecas, mais do que o crescimento dos seus salários reduzindo drasticamente as poupanças das famílias.

O mercado de hipotecas subprime praticamente dobrou de tamanho de 2001 a 2003 potencializado pela entrada de grandes empresas financeiras que viam esse como um setor pouco explorado e com grande capacidade de expansão. O crescimento das empresas financeiras sobre esse mercado se deu com a queda das antigas empresas originárias de produtos securitizados do setor de hipotecas subprime. Essas empresas se encontraram em dificuldade financeira por conta da elevação dos custos de empréstimos de curto prazo resultante da crise da dívida russa em 1998, aumentando seus custos de capitalização, ao mesmo tempo em que o mercado de subprime em que atuavam sofreu uma desaceleração, reduzindo receitas.

A expansão de *Wall Street* sobre o setor ocorreu majoritariamente através da aquisição das empresas que criavam os empréstimos subprime ou então as que securitizavam esses empréstimos. Essas empresas adquiridas faziam parte das *holding companies*, sem necessariamente haver uma conexão via balanço com o restante do conglomerado permitindo a operação "*off the books*". No mercado das subprime os bancos de investimentos é quem temiam a entrada dos bancos comerciais. Até então, o processo de acesso aos mercados precisava passar obrigatoriamente por um banco de investimento para haver a securitização dos empréstimos. Com a aplicação do GLBA isso não era mais necessário o que potencializou a entrada dos bancos comerciais nesse mercado. A necessidade de garantir o fluxo de contratos subprime para que eles pudessem securitizar aumentou a necessidade dos bancos de investimento em adquirir parte das empresas que atuavam na contratação desse tipo de empréstimo.<sup>53</sup>

Dentro desse mercado existiam diferentes tipos de empresas com diferentes

---

<sup>53</sup> "The strategies of the largest commercial banks and their holding companies came to more closely resemble the strategies of investment banks. Each had advantages: commercial banks enjoyed greater access to insured deposits, and the investment banks enjoyed less regulation." (FCIR, 2011, p. 56)

formas de atuação mas sempre com o mesmo objetivo: criar crédito imobiliário. Um exemplo eram a *New Century* e *Ameriquest*. A *Ameriquest* visava volume de empréstimos, importando somente o quanto era emprestado por mês. Isso fazia com que seus potenciais clientes tivessem suas avaliações melhoradas para que a empresa conseguisse alcançar a sua meta. A *New Century* por sua vez buscava altos prêmios. Como os altos prêmios estavam relacionados a clientes mais arriscados a empresa melhorava a classificação dos seus clientes para que eles pudessem tomar mais crédito. As empresas seguiam técnicas diferentes de operação, mas aquelas que atuavam sobre a ótica da geração e distribuição (*originate-to-distribute*) eram as que possuíam menor vínculo com o empréstimo que faziam. Empresas desse tipo possuíam menos critérios para avaliar seus clientes pois a companhia já possuía um comprador dos seus empréstimos com o objetivo de securitizá-los, precisando portanto "gerar" novos clientes para repassá-los logo em seguida. Como os empréstimos eram logo securitizados a empresa somente se preocuparia se os clientes não estivessem pagando seus empréstimos podendo afetar a sua reputação mas não o seu caixa. Como no boom imobiliário raramente os empréstimos iam mal esse fator acabou sendo pouco considerado. Existiam também as empresas que geravam e seguravam (*originate-to-hold*) os empréstimos criando um período de maturação do cliente dentro da empresa. Esse fator aumenta a necessidade de se avaliar melhor que tipo de clientes elas escolheriam.<sup>54</sup>

Outro ponto que prejudicava e alterava a relação da empresa com os clientes era a forma de incentivos dados aos corretores (*brokers*). Os *brokers* eram quem faziam as avaliações e as escolhas sobre que tipo de empréstimo e sob quais taxas o cliente deveria pegar seu empréstimo. Eles ganhavam baseados em taxas sobre os empréstimos que faziam, sem haver uma correlação com a qualidade dos mesmos. Essas taxas eram pagas sem o consentimento dos tomadores de crédito criando um incentivo para piorarem a sua classificação tendo como resultado um bônus maior para o corretor. Um tomador que poderia pagar um empréstimo de melhor qualidade, a taxa de juros fixas e/ou menores, era ofertado taxas de juros maiores ou acordos não condizentes com o seu potencial financeiro. Com os bônus e as taxas de incentivo, havia um interesse dos próprios corretores em atuarem com má fé para aumentarem seus retornos individuais. Os avaliadores de casas também se sentiam pressionados a

---

<sup>54</sup> "As long as they made accurate representations and warranties, the only risk was to their reputations if a lot of their loans went bad..." (FCIR, 2011, p. 89)

atuarem de forma irregular. Com o crescimento do mercado, os avaliadores de imóveis eram chamados cada vez mais para avaliarem o potencial valor de uma casa. Caso esse valor não condissesse com o valor esperado pelo *broker*, eles não eram mais chamados para trabalhar na empresa pois não haviam "posto o valor esperado".<sup>55</sup>

Com a diminuição dos refinanciamentos imobiliários dos clientes prime em 2003 e agora a expansão dos empréstimos originários subprime, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* estavam perdendo espaço no mercado de securitização hipotecário para o setor financeiro onde antes dominavam amplamente. Em 2005 as GSEs tiveram que decidir por seguirem ou não competitivas no mercado. Escolher entre afrouxar as suas restrições de compra de hipotecas, seguindo a tendência das outras empresas ou ficar com uma menor participação e conseqüentemente menores lucros. Já em 2005 houve um aumento na aquisição das fatias Alt-A (melhores avaliadas) das securitizações do tipo subprime.<sup>56</sup>

Mesmo com o aumento ano após ano do volume investido em hipotecas de alto risco nos ativos das GSEs, a sua supervisora OFHEO não requisitou uma revisão dessa tendência para inibir esse processo. Ao mesmo tempo a HUD exigia uma participação cada vez maior dos ativos totais das GSEs para atender ao mercado de pessoas com médio ou baixo rendimento. O volume exigido era de 52% em 2005 chegando a 56% em 2008.<sup>57</sup> A reorganização interna reduziu a participação na aquisição inicial de hipotecas, voltando os esforços para a compra de hipotecas já securitizadas. Em vez de serem fornecedoras de liquidez como faziam normalmente elas se tornaram tomadoras de faixas de securitizações já existentes, criando um fluxo de capital secundário. A argumentação das GSEs era a de que ao adquirir esses papéis elas estariam buscando as mesmas metas propostas a elas, não mais de forma direta mas através das securitizações já existentes. As razões para a maior entrada nesse mercado não eram porém atingir esses patamares, mas combater a queda de participação no mercado, responder a demanda dos investidores aumentando os lucros e por fim, ou como consequência, atingir esses patamares.

O fluxo de capitais para o mercado imobiliário americano por conta dos baixos juros do Fed e/ou pela alta liquidez do mercado financeiro global

---

<sup>55</sup> "For brokers, compensation generally came as up-front fees... many borrowers mistakenly believed the mortgage brokers acted in borrowers' best interest." (FCIR, 2011, p. 90)

<sup>56</sup> Figura 7.3 (FCIR, 2011, p. 124)

<sup>57</sup> "Given the dramatic growth in the number of riskier loans originated in the market, the new goals were closer to where the market really was." (FCIR, 2011, p. 184)

potencializava a necessidade de criar novos empréstimos para esse setor, algo como a oferta de recursos criava a sua própria demanda. Por se tratar porém de investimento com riscos, a busca inicial era sobre as faixas mais bem avaliadas das securitizações (*Senior Tranches*) deixando as de pior qualidade nas mãos das empresas securitizadoras. As CDOs foram uma forma de criar mercado uma vez que adquiriam essas fatias de pior classificação e as revendiam em novas securitizações. Esse novo produto funcionava sob a mesma lógica das securitizações já que suas classificações de risco melhoravam, na avaliação das agências de risco, na medida em que eram reagrupadas.

O problema com as CDOs eram a forma como as empresas garantiam a liquidez para esse mercado, sendo esse um diferencial no seu impacto e repercussões futuras. A *Bear Stears* por exemplo criava os CDOs e utilizava seus fundos de investimento, precisamente os *Hedge Funds*, para comprar os CDOs que criava. Os fundos de investimento por sua vez trabalhavam sob alta alavancagem, utilizando as securities que havia adquirido para servir de garantia na aquisição dos novos títulos e em empréstimos como papéis comerciais e repos. No momento em que houve uma queda no mercado e conseqüentemente no preço das securities os fundos de investimento não conseguiam arcar com a necessidade de cobrir um aumento das garantias. O *Citigroup* adotava uma estratégia diferente usando sua base de clientes do banco comercial (*Citibank*) para garantir os investimentos em CDOs. A mesa de CDOs do *Citigroup* organizou as fatias *triple-A* para serem financiadas através de papéis comerciais de curto prazo. A vantagem era o baixo custo de captação que eles tinham a época uma vez que o mercado de curto prazo apresentava alta liquidez, gerando rendimentos maiores. Quando houve uma variação nos custos de tomada dos empréstimos a manutenção das carteiras aumentaram. A solução foi garantir a liquidez através do banco comercial. Na crise a cobertura dos clientes ficou debilitada pela necessidade de garantir o alto custo dos empréstimos de curto prazo.

No crescimento do mercado imobiliário uma série de irregularidades surgiram, como os empréstimos predatórios (onde os *brokers* avaliavam de forma deficitária os tomadores de empréstimo), mas que não foram devidamente tratadas ou observadas pelos seus reguladores. Pessoas que não apresentavam documentos ou escondiam empréstimos ou até agentes imobiliários que pegavam identidades falsas para gerar mais volume de negócios de forma fraudulenta e sem consentimento dos envolvidos são alguns exemplos. O combate contra esse tipo de fraude ocorreu de forma

debilitada. O principal agente fiscalizador que possuía legitimidade sobre esse tipo de crime a nível federal, o FBI, não conseguiu atuar da melhor forma pois boa parte dos seus esforços e recursos foram redirecionados na luta contra o terrorismo. Outro fator relevante era a necessidade de cooperação dos agente reguladores com o FBI para dar procedimento as investigações o que não ocorreu da maneira mais eficiente por desinteresse dos próprios reguladores, implodindo os esforços.<sup>58</sup>

No momento de organizar as cestas de títulos a serem securitizados as firmas securitizadoras (bancos de investimento e bancos comerciais) negociavam com as empresas de empréstimo (*Ameriquest*, etc.) o preço a ser pago por eles. Muitas vezes empréstimos considerados como ruins eram comprados, tornando complacentes com a prática fraudulenta. Havia casos em que esses empréstimos de má qualidade eram revendidos a outros compradores uma vez que as companhias vendedoras possuíam uma grande demanda em ofertar, assim como uma grande fatia do mercado.

Outras formas de investigação ocorriam dentro da SEC, principalmente no momento em que as empresas registravam as *securities*. O objetivo institucional da SEC é proteger os investidores garantindo o cumprimento dos acordos firmados no mercado. No momento de registro porém a quantidade de informações providas eram escassas ou repassadas de segunda mão, como por exemplo as avaliações feitas pelas agências de risco, que como vimos anteriormente possuíam seus próprios problemas de avaliação. A SEC se omitiu mediante uma série de ações que surgiram e não foram devidamente investigadas, barrou medidas autônomas dos estados para evitar os empréstimos predatórios falhando na sua missão de proteger os investidores. Algumas empresas tentavam também mudar de reguladores buscando maior flexibilidade e menor controle, conseqüentemente uma supervisão mais debilitada e mais fraca. As empresas que atuavam no mercado de crédito imobiliário podiam ser consideradas como bancos ou S&L sendo esse o caso da *Countrywide* que mudou do Fed (OCC) para a OTS em busca de uma fiscalização "menos invasiva".<sup>59</sup>

Mesmo quando o mercado já dava sinais de stress, o *Lehman Brothers* aumentou a sua exposição e adquiriu a *Archstone Smith* em Outubro de 2007, uma empresa de investimento no mercado imobiliário. Em Março de 2006, o seu CEO

---

<sup>58</sup> "... the FBI allocated additional resources to reflect the growth in mortgage fraud, but acknowledged that those resources may have been insufficient." (FCIR, 2011, p. 163)

<sup>59</sup> Segundo o que o CEO Angelo Mozilo da *Countrywide* afirmou ao FCIC: "OCC's position on property appraisals would be killing the business." (FCIR, 2011, p. 173)

Richard Fuld havia introduzido o "*Global Strategy Offsite*", uma tentativa de tornar mais agressiva a atuação do *Lehman Brothers* no mercado através de maior risco e maior alavancagem, mudando da securitização para aquisições de longo prazo. O seu crescimento em ativos relacionados a imóveis (comerciais e residenciais, securitizados ou de outros tipos) saiu de US\$67 bilhões em 2006 para US\$111 bilhões em 2007. Esse crescimento foi observado ao longo dos anos pela sua agência reguladora, a SEC, porém não foi enfatizada a necessidade de se desfazer desses ativos.<sup>60</sup>

O ápice do mercado imobiliário americano foi em Abril de 2006. Depois dos preços terem crescido dois dígitos anualmente desde 2002, em Maio os preços começaram a apresentar quedas graduais. No final de 2009, os preços caíram 28% do seu auge em 2006. O início do processo de estouro da bolha foi quando ocorreu um aumento no não pagamento das hipotecas, principalmente nas de pessoas subprime, com atraso de 60 dias ou mais no primeiro ano de contrato. Esse movimento foi ainda mais grave analisando os tipos de empréstimos e clientes. Clientes subprime que possuíam acordos com taxa de juros variáveis foram os que mais aumentaram os não pagamentos, assim como as regiões que apresentaram maiores crescimentos nos preços durante o boom, os *Sand States* (Arizona, Califórnia, Flórida e Nevada), foram os que apresentaram maiores aumentos nas dívidas.<sup>61</sup>

Com o aumento do não pagamento das hipotecas as agências de risco iniciaram um processo de revisão das suas classificações. O resultado foi o rebaixamento de diversos papéis não só em um patamar de confiança, mas em alguns casos a classificações tidas como pior grau de investimento, como por exemplo 83% de todos os Aaa e Baa da *Moody's* foram rebaixados no final de 2007.<sup>62</sup>

O rebaixamento das avaliações dos papéis produziu um efeito imediato de queda no preço dos mesmos uma vez que não eram mais boas opções de investimento, refletindo a possibilidade de um não pagamento dos débitos aos investidores. Os bancos comerciais e de investimento começaram então em meados de 2007 a anunciarem seus balancetes dividindo os ativos em 3 categorias: Ativos de nível 1, papéis que seguiam os preços de mercado; Ativos de nível 2, papéis que não

---

<sup>60</sup> "*The SEC, Lehman's main regulator, knew of the firm's disregard of risk management.*" (FCIR, 2011, p. 177)

<sup>61</sup> Figura 11.1 (FCIR, 2011, p. 216)

<sup>62</sup> "...*Moody's reported that CDOs with high concentrations of subprime mortgage-backed securities could incur 'severe' downgrades.*" (FCIR, 2011, p. 223)

eram facilmente precificados porque não tinham mercado sempre; Ativos de nível 3, papéis que estavam ilíquidos e não possuíam preço de mercado. Essa medida tentava amenizar o peso que a iliquidez dos papéis poderiam gerar sobre o balanço das companhias.

Na medida em que as empresas começaram a demonstrar mais detalhadamente os seus balanços através da nova forma de divulgação em categorias elas também expuseram outro grande problema do setor financeiro, a alta alavancagem em conjunto com a grande exposição aos papéis de nível 3 e 2 relacionados as securitizações. A mesa diretora do *Goldman Sachs* no final de 2006, já prevendo os possíveis problemas decorrentes do estouro da bolha imobiliária, decidiu mudar sua posição no mercado e reduzir os seus papéis em securitizações imobiliárias.<sup>63</sup> Essa mudança de estratégia se traduziu em perdas diárias com a vendas desses ativos colocando-os a venda a preços menores do que o momento da compra e a contratação de derivativos do tipo CDS para servirem de hedge caso houvesse uma queda maior no mercado.

O decorrer de 2007 foi nada mais do que uma corrida para localizar dentro das *Financial Holding Companies* as suas exposições ao mercado imobiliário, ocorrendo em tempos diferentes em cada uma. Em fins de 2006, após as reavaliações das agências de classificação, o *Bears Stears* necessitou liquidar dois de seus fundos de investimento enquanto que o *Goldman Sachs* iniciou um processo de saída agressiva do mercado de hipotecas securitizadas. Em Julho de 2007 as agências de risco (S&P, *Moody's* e *Fitch Ratings*) revisaram mais de 1200 faixas de securitizações pondo em análise negativa cerca de US\$12 bilhões em papéis. O reflexo foi uma queda de quase 33% no índice ABX BBB- (o índice que acompanhava o mercado de securitizações subprime). Após a falência de seus fundos e com o aumento do custo de capitalização no mercado de curto prazo a *Bears Stears* se encontrava em estado de insolvência informando no dia 13 de Março de 2008, uma quinta-feira, ao Fed que não conseguiria operar normalmente na sexta. Em uma rápida operação de empréstimo através do *JP Morgan* o Fed garantiu a sobrevivência até segunda-feira necessitando no final de semana buscar um comprador para a empresa. No domingo a noite, *JP Morgan* anunciou a compra da *Bear Stearns* com apoio do Fed que através da seção 13.3 do *Federal Reserve Act*. comprou US\$ 29.97 bilhões dos ativos da *Bear*

---

<sup>63</sup> "As market prices dropped, "mark-to-market" accounting rules required firms to write down their holdings to reflect the lower market prices." (FCIR, 2011, p. 226)

permitindo a compra pela *JP Morgan*. O resultado desse resgate foi um retorno a normalidade ao se ter aberto um precedente de ajuda do governo americano em casos de extrema dificuldade.<sup>64</sup>

Em Setembro de 2008 foi a vez do *Lehman Brothers* entrar em estado de falência. Com vencimentos a serem efetuados no mercado de crédito com diversos bancos como *JP Morgan* e *Bank of America*, assim como cobertura de margem para os fundos, nos dias 12, 13 e 15 de Setembro, colocava-se em questionamento a solvência da empresa. Em meados de Agosto a companhia havia apresentado a seus sócios um balancete em que a liquidez era frágil mas viável. Todavia, o que se observava era uma sobrevalorização dos ativos, levantando o questionamento se, em um momento de liquidação rápida, os mesmos conseguiriam ser vendidos a esses preços. A resposta que o mercado dava era que claramente não, boa parte tinham seus valores pela metade a preços correntes (isso se conseguisse a metade do seu valor no mercado) o que resultaria em uma iliquidez caso não conseguisse se refinar. O resultado, depois de um fim de semana em busca de compradores e a decisão do Fed de não agir de forma direta, como havia feito com a *Bear Stears*, foi a falência do *Lehman Brothers*. A próxima companhia no olho do furacão seria a *Merryl Lynch*, mas que foi vendida ao *Bank of America* no mesmo dia de anúncio da falência do *Lehman*. A *AIG* conseguiu suporte do governo no dia seguinte. Primeiro o Fed aprovou um empréstimo de US\$ 85 bilhões, depois mais US\$49.1 bilhões para suprir as suas obrigações mais imediatas. Isso ocorreu pois a *AIG* era tida como uma das mais relevantes e mais estratégicas para a crise, atuando nas duas pontas das operações com CDOs e securitizações assim como era também a maior empresa de seguros dos EUA.<sup>65</sup>

---

<sup>64</sup> "... the Fed announced it would lend to investment banks and other 'primary dealers'." (FCIR, 2011, p. 286)

<sup>65</sup> (FCIR, 2011, p. 344)

### III. Emergency Economic Stabilization Act of 2008

Este capítulo se propõe a mostrar como ocorreu o processo de criação do programa que surgiu com o objetivo de estancar a sangria financeira que estava ocorrendo no mercado financeiro americano e global. Este é dividido em duas seções. A primeira busca pontuar e criar um contexto que explique o processo de apresentação das propostas iniciais, seu processo de votação e o resultado das votações. Em seguida, na segunda subseção, apresenta o TARP, até o seu primeiro relatório em 23 de Janeiro de 2009.

#### I. Proposta inicial e seu processo pelo Legislativo

A falência do *Lehman Brothers*, a compra da *Merrill Lynch* pelo *Bank of America* e o resgate, ou a nacionalização, da *AIG* iniciaram um processo de corrida bancária no mercado financeiro americano nunca antes visto. Investidores e credores não tinham mais confiança nas instituições financeiras por não saberem qual seria a próxima a falir além da falta de certeza quanto ao resgate ou não do governo, instituindo, nas palavras do Chairman do Fed, Ben Bernanke: "... eu acredito, honestamente, como estudioso da Grande Depressão, que Setembro e Outubro de 2008 foi a pior crise na história mundial." (tradução literal).<sup>66</sup>

O resultado da falta de confiança foi uma fuga para investimentos mais seguros e uma iliquidez sem precedentes no mercado de crédito de curto e longo prazo percebido pela cotação da taxa LIBOR e pela procura por dólar, euro e títulos do tesouro americano. Como primeira medida de contenção o Fed reduziu as exigências para que bancos de investimentos e outras instituições financeiras pudessem pegar empréstimos em dois de seus programas de financiamento o *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) e o *Term Securities Lending Facility* (TSLF).<sup>67</sup>

---

<sup>66</sup> "...I honestly believe, as a scholar of the Great Depression, that September and October of 2008 was the worst financial crisis in global history, including the Great depression." (FCIR, 2011, p. 354)

<sup>67</sup> "...the Fed announced new measures ... it allowed the investment banks and other financial companies to borrow cash from their insured depository affiliates." (FCIR, 2011, p. 354)

As medidas porém não conseguiram acalmar o mercado. Os primeiros a sofrerem com a fuga de capitais foram as empresas que haviam emprestado para o agora falido *Lehman Brothers*. Por saberem que seus empréstimos somente seriam pagos depois de uma longa batalha judicial em cima dos ativos da empresa, companhias que haviam emprestado para o Lehman sofreram um aumento no custo de captação. Investidores fugiram também dos bancos de investimentos para bancos comerciais por possuírem uma rede mais variada de ativos. Com o aumento do custo de financiamento no curto prazo, empresas, financeiras ou não, que possuíssem grande exposição ao mercado de crédito sofreram fugas também.

Os programas de empréstimo do Fed, PDCF e TSLF, dez dias após a falência do *Lehman Brothers* já haviam emprestado mais de US\$300 bilhões para bancos de investimento e bancos comerciais. Essa medida ajudou a reduzir os custos de captação no mercado mas não conseguiam compensar a saída em massa de recursos dessas instituições. No dia 19 de Setembro o Fed e a Secretaria do Tesouro propuseram, nas palavras do secretário Paulson, "abordagem mais abrangente" para reduzir a crise: adquirir os ativos tóxicos relacionados ao mercado imobiliário para recapitalizar as empresas financeiras. A argumentação defendida pelo secretário era a de que por conta do relaxamento das regras para empréstimos imobiliários desde a década de 90 diversos empréstimos e hipotecas tidas como irresponsáveis foram realizados, resultando em um número muito grande de financiamentos que não conseguiriam ser pagos pelos seus tomadores. O mesmo ocorrendo para as companhias que tomaram esses empréstimos em forma de securitizações irresponsáveis e agora estão congeladas nos seus ativos. A incapacidade de se determinar seus valores produz uma incerteza com relação a condição financeira das instituições que as possuem e por consequência a confiança que o mercado de crédito deposita nessas empresas tem como reflexo a taxa de juros que pagam.<sup>68</sup>

Antes mesmo da introdução do rascunho do que viria a ser o plano de resgate do mercado financeiro as discussões foram bem acaloradas entre os congressistas uma vez que no meio político há sempre uma preocupação muito grande com relação aos gastos do governo e nesse caso haveria também uma possível interferência do setor público no privado, discussão essa muito sensível no quadro político americano. O início do debate na atual crise financeira ocorreu na prática com a aprovação no

---

<sup>68</sup> (STATEMENT BY SECRETARY HENRY M. PAULSON, JR. ON COMPREHENSIVE APPROACH TO MARKET DEVELOPMENTS, Setembro 19, 2008)

congresso do *Housing and Economic Recovery Act* (HERA) em julho de 2008 e posteriormente a intervenção do governo nas GSEs, *Fannie Mae* e *Fredie Mac*, no início de setembro de 2008.

Ambas as instituições foram instauradas através de determinação do Congresso americano com o objetivo de dar suporte ao mercado imobiliário. São empresas que possuem um caráter público por atenderem certas políticas sociais assim como um caráter privado, possuem capital aberto no mercado de valores e portanto precisam atender a demanda por rendimentos de seus investidores. O objetivo das empresas era absorver o passivo hipotecário dos bancos comerciais e bancos de investimento através do mercado secundário. O caráter misto das GSEs provocava um sentimento único no mercado: eram companhias que possuíam uma garantia implícita de que o governo federal iria arcar com uma possível falência. Mesmo com uma linguagem explícita em seus regulamentos de que não fazem parte da dívida pública americana, ambas contavam com taxas de juros do mercado melhores do que as suas avaliações feitas por agências de risco permitiriam. No dia 30 de Junho de 2008, as GSEs possuíam em conjunto um montante de aproximadamente US\$1.8 trilhões em ativos e mais US\$ 3.7 trilhões em linhas de crédito a serem pagas. Um total de US\$ 5.5 trilhões em obrigações que representavam quase metade de todas as dívidas hipotecárias do mercado americano.<sup>69</sup>

Ao mesmo tempo, críticas recaíam sobre os órgãos reguladores das GSEs: o *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO) e o *U.S. Department of Housing and Urban Development* (HUD). O HUD é uma secretaria dentro do executivo do governo americano que determina as metas de atuação ao mesmo tempo em que acompanha as GSEs no cumprimento da sua missão de manter uma oferta constante de crédito ao mercado imobiliário. A crise das *Saving and Loans* e *Thriffts* que afetou também as GSEs (citada no primeiro capítulo) forçou uma melhoria na forma de regulação desse setor, criando o *Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act* de 1992 que tem dentro de suas premissas regulamentar a criação do OFHEO, órgão específico de regulação para as GSEs. O poder político da *Fannie Mae* e *Freddie Mac* conseguiram todavia esvaziar o poder de supervisão, controle e autonomia da OFHEO, tornando-a nas palavras de um ex-diretor "um

---

<sup>69</sup> (FEDERAL RESERVE BANK OF ATLANTA, Abril 2009, p. 8)

órgão designado a falir".<sup>70</sup>

Discussões em torno da reforma do OFHEO estavam na pauta do Congresso desde os problemas contábeis apresentados pela *Fannie Mae* em 2003 e *Freddie Mac* em 2004.<sup>71</sup> O lobbying dessas empresas no congresso americano dentro do *House Financial Services Committee* assim como no *Senate Banking Committee* conseguiram segurar leis que poderiam melhorar a regulação e até mesmo reduzir os impactos sob as GSEs na crise atual uma vez que em um dos projetos criava restrições quanto a participação das mesmas no mercado de securitizações imobiliárias (*Mortgage-backed Securities* ou MBS). Somente com o aumento do estresse no mercado imobiliário e conseqüentemente uma pressão maior na contabilidade das GSEs é que voltou-se a pauta o questionamento do modelo de regulação vigente, em conjunto com um plano de resgate financeiro.

O *Housing and Economic Recovery Act of 2008* (HERA) surge então como primeira resposta dos legisladores a crise financeira que se inicia no mercado americano. A nova lei pode ser dividida em três seções. A primeira foca majoritariamente na melhoria da supervisão das GSEs, apresentando o *Federal Housing Finance Agency* (FHFA), novo órgão regulador que é subordinado ao HUD ao mesmo tempo em que substitui o OFHEO e o *Federal Housing Finance Board* (órgão regulador das S&L). A primeira parte cria também o HOPE, um plano voluntário de apoio aos tomadores de empréstimo para reduzir seu endividamento. A sua proposta se baseia em um financiamento de US\$300 bilhões para que os endividados que desejarem possam reajustar suas dívidas através de um financiamento de até 30 anos com taxas de juros fixas. A segunda parte trabalha na reforma do *Federal Housing Administration*, agência que determina padrões de qualidade do setor imobiliário, programas de empréstimo para servidores públicos e outras questões relacionadas ao setor imobiliário. A terceira parte por sua vez trata de um reajuste nos impostos e nas taxas relacionadas a compra e venda de imóveis.<sup>72</sup>

A nova lei e a reformulação do órgão regulador das GSEs não permitiu entretanto que a situação se deteriorasse para as duas companhias. Logo após a criação da FHFA o departamento do tesouro, em conjunto com a *Morgan Stanley* que

---

<sup>70</sup> "OFHEO was structually weak and almost designed to fail.'said Armando Falcon Jr., a former director of the agency..." (FCIR, 2011, p. 40)

<sup>71</sup> "In 2004, Fannie and Freddie faced problems on multiple fronts. They had violated accounting rules and now faced corrections and fines." (FCIR, 2011, p. 122)

<sup>72</sup> (H.R. 3221, 2008)

fez a avaliação financeira das empresas, concluíram que os relatórios apresentados pelas GSEs apresentavam duas deficiências: uma avaliação dos ativos acima dos valores de mercado e impostos e taxas a serem coletados que não estavam sendo contabilizados. Caso ambas as ações de correção fossem tomadas o volume total de ativos das empresas cairia para US\$20.6 bilhões na *Fannie Mae* e US\$-5.5 bilhões para *Freddie Mac* (esses valores utilizando as cotações acima dos preços de mercado). Entendendo que ambas as instituições, caso resolvessem liquidar seus ativos, iriam afetar mais ainda o mercado imobiliário o Departamento do Tesouro em conjunto com a FHFA decidiram colocar ambas as empresas, no dia 7 de setembro de 2008, em *conservatorship*, processo permitido dentro das novas regras de regulamentação criadas com o HERA.<sup>73</sup>

A medida consistia em uma série de ações para aliviar a situação financeira dos dois maiores players do mercado imobiliário americano. Como medida inicial a FHFA trocou todo o quadro de funcionários de primeiro escalão das empresas. O departamento do tesouro aportou US\$100 bilhões de dólares em cada uma através de um acordo de compra de ações preferenciais sênior. Essa ação visava minimizar o impacto sobre o dinheiro dos contribuintes uma vez que possuíam uma taxa de retorno e prazos determinados de pagamento. Outra medida foi a criação de dois programas de liquidez para *Fannie Mae* e *Freddie Mac* visando a compra de securitizações baseadas em hipotecas e facilitação de crédito. Esses programas funcionavam em conjunto com os apresentados na introdução do HERA e tinham como objetivo diminuir as tensões no mercado financeiro com relação a iliquidez das GSEs e portanto o seu processo multiplicador que acabaria por afetar também seus credores e investidores. Houve entretanto um impacto negativo para os detentores de ações normais e preferências dessas empresas na bolsa de valores. As ações que chegaram a ser cotadas a US\$60 caíram para próximos de US\$1 devido a queda na preferência no momento de pagamento de dividendos. As medidas porém no geral ajudaram a reduzir as taxas de juros para o mercado imobiliário.<sup>74</sup>

O agravamento da crise de confiança no mercado financeiro teve seu auge na semana do dia 12 de Setembro com a falência do *Lehman Brothers* mas meses antes a AIG já era uma grande preocupação para o Fed e o tesouro americano. A AIG por ter se tornado um conglomerado financeiro atuava em diversos ramos de atividade. A

---

<sup>73</sup> (FEDERAL RESERVE BANK OF ATLANTA, Abril 2009, p.16)

<sup>74</sup> (U.S. TREASURY DEPARTMENT OFFICE OF PUBLIC AFFAIRS, Setembro 7, 2008)

AIG *Financial Products* (AIGFP) por exemplo operava no ramo de produtos financeiros, realizando contratos de proteção a investimentos (CDS ou *credit default swaps*) em cima de contratos de *Collateralized Debt Obligations* (CDOs). A AIG *Investments* por sua vez alugava securitizações do seu portfólio, para que os investidores pudessem operar no mercado de ações e em contrapartida recebia dinheiro como garantia. No momento em que o mercado imobiliário americano começou a apresentar interrupções no pagamento de diversas hipotecas e como consequência o retorno das securitizações, a onda de cobranças caminhou pela cadeia de ligações financeiras até chegar a AIG. O portfólio de CDS da AIGFP totalizou perdas de US\$ 11.2 bilhões em 2007, subindo para US\$ 19.9 bilhões nos nove primeiros meses de 2008. A AIG *Investments* por sua vez teve de retornar aos investidores um montante de US\$ 3.3 bilhões pela devolução das securitizações alugadas e devolvidas antecipadamente.<sup>75</sup> Em conjunto com essas retiradas estava também o aumento no custo de crédito para o conglomerado. Observando as deficiências contábeis, inabilidades em arcar com suas dívidas e possível queda na sua avaliação pelas agências de risco, a empresa enfrentava dificuldades na captação de crédito não conseguindo renovar os atuais.

Após a queda na sua avaliação de risco pela *Moody's* e S&P a AIG teve um custo adicional de US\$ 20 bilhões em garantias. A solução da empresa foi recorrer ao Fed e outras instituições privadas para tentar realizar um empréstimo e evitar um efeito cascata que seria a falência da companhia. No dia 16 de Setembro, acompanhando o resultado negativo das negociações de uma resolução pelo setor privado, o Fed e o departamento do tesouro criaram uma linha de crédito especial, sob a seção 13(3) do regulamento do Fed, no montante de US\$85 bilhões. A argumentação dada pelo governo era a de que a necessidade de se efetuar os pagamentos da AIG passariam necessariamente por uma liquidação de boa parte dos seus ativos no mercado financeiro. Essa medida poderia ocasionar uma desvalorização maior nos próprios ativos assim como uma turbulência no mercado elevando a fuga de investidores. O empréstimo serviria então para garantir que a empresa efetuasse a liquidação em um prazo de tempo maior e portanto mais ordenada do seus ativos.<sup>76</sup>

A abordagem mais abrangente proposta pelo secretário Paulson para justificar

---

<sup>75</sup> (SJOSTROM, 2009, p. 962)

<sup>76</sup> (SJOSTROM, 2009, p. 963)

a nova forma de enfrentamento a crise consistiu na apresentação ao Congresso americano de uma proposta simples e clara de três páginas que dava ao Tesouro americano poderes de aquisição de ativos, relacionados ao setor imobiliário de empresas que estivessem em vias de necessidade de capital. O primeiro documento intitulado *Legislative proposal for treasury authority to purchase mortgage-related assets* trabalhava com a proposta inicial de instituir um programa de compra dos ativos relacionados as hipotecas, vistas como o problema das instituições financeiras, através de um fundo financiado pela dívida pública americana de US\$700 bilhões, aumentando seu montante total da dívida para US\$11.3 trilhões.<sup>77</sup> Atuando dessa forma o tesouro estancaria a sangria que estava se tornando o mercado de crédito no curto prazo, introduzindo capital nas empresas financeiras ao mesmo tempo em que não provocaria o mercado como um todo lançando mais ativos podres, colocando-os sob a guarda do setor público, até que em um momento oportuno pudessem ser liquidados de forma mais organizada.

O plano apresentado, além de criar um debate inicial de intervenção ou não do governo na economia, trazia outras questões de relevância muitas vezes subjugado para a avaliação dos deputados. Dentre as principais críticas estavam: a legislação apresentada tornava muito generalizada os tipos de ativo a serem adquiridos pelo governo, necessitando somente estarem relacionados ao mercado imobiliário (podendo ser uma securitização, uma CDS, CDOs, dentre outros); todos os direitos e privilégios relativos a esses ativos estariam nas mãos por inteiro do governo; a supervisão sobre a utilização desse montante de capital a ser gasto na compra dos ativos era considerada vaga e insuficiente, sem prestações de contas a sociedade o que poderia ocasionar em uma proteção judicial implícita caso qualquer ação fosse contestada.<sup>78</sup>

A nova legislação apresentada dia 20 de Setembro de 2008 era vista pelo executivo americano como essencial para a solução da crise e foi suportada pelas lideranças republicanas e democratas logo de início, sempre com a justificativa de ser uma lei necessária para se estabilizar a economia. No decorrer da semana porém as contestações foram surgindo de diferentes áreas do Congresso a começar pela própria *House Financial Services Committee* assim como no *Senate Banking Committee*, comitês dentro da câmara dos deputados e do senado especializadas em assuntos

---

<sup>77</sup> (THE NEW YORK TIMES, Setembro 21, 2008)

<sup>78</sup> (SIGTARP, 2009, p. 29)

econômicos. Diversos políticos ali membros contestaram o plano inicial.<sup>79</sup> Após intensas negociações durante a semana o plano apresentado foi melhor elaborado, e sofreu grandes alterações.

A nova proposta, ou a alteração da H.R. 3997, montou o escopo do que viria a ser posteriormente o *Emergency Economic Stabilization act of 2008* (EESA). O EESA por sua vez somente foi aprovado através da proposta H.R. 1424, que será apresentada mais a frente. Mesmo com planos muito similares, o primeiro plano de resgate, apresentado pelo secretário do tesouro americano - e reformulado ao longo da semana - não conseguiu ser aprovado na câmara por uma votação de 205 deputados a favor, 228 contra e 1 deputado ausente.<sup>80</sup>

Para se entender melhor o posicionamento dos membros do congresso na votação foram selecionados alguns trechos dos discursos das figuras mais relevantes no cenário político a época dentro da câmara dos deputados. Uma vez que a H.R. 3997 somente teve votação na câmara dos deputados e não existiu votação no senado, não há registro oficial do posicionamento dos senadores relativo a esse processo. Entretanto, o mesmo procedimento de listagem dos principais discursos de acordo com as figuras mais relevantes tanto na câmara dos deputados quanto no senado para a aprovação da H.R. 1424, além é claro de seus votos e os que mudaram de opinião, serão apresentados posteriormente para efeito comparativo.

O quadro político americano permite a pluralidade de partidos, como em qualquer democracia. Desde praticamente a sua formulação porém, dois partidos dominam o cenário político havendo uma alternância de poder tanto no executivo quanto no legislativo. A Câmara dos deputados americana ou *House of Representatives* reflete claramente essa dualidade entre democratas e republicanos e raramente apresenta representantes de partidos terceiros, que não conseguem força política para ser uma terceira voz representativa no Congresso. A organização na Câmara é feita através de blocos de interesse ou de expressão mas possuem sobretudo suas lideranças bem expressas. Por haver essa dualidade partidária, a organização acaba sendo entre maiorias e minorias, sendo o partido com maiores deputados eleitos ganha a "presidência" da casa. As lideranças são alocadas dentro

---

<sup>79</sup> Segundo o senador Christopher J. Dodd: "*Rather than establishing a comprehensive, workable plan for resolving this crisis, I believe this legislation merely codifies Treasury's ad hoc approach.*" (FCIR, 2011, p. 371)

<sup>80</sup> (CONGRESSIONAL RECORD, Setembro 29, 2008, p. H10334)

dos cargos de: *Speaker of the House*, *Majority Leader*, *Minority Leader*, *Majority Whip*, *Minority Whip* e demais segmentações sem tanta relevância. As escolhas são feitas internamente entre os próprios deputados e as escolhas para as Comissões e Comitês dependem também das negociações internas, e claramente estão relacionadas ao poder político que os escolhidos possuem. Segue abaixo a lista de representantes de acordo com sua posição dentro da Câmara dos Deputados no 110º (centésimo décimo) Congresso americano (2007-2008) assim como trechos dos discursos deferidos com relação ao H.R. 3997 (discursos transcritos em tradução livre):

- Speaker of the House: Rep. Nancy Pelosi (D-California)

"Nós temos uma situação, aqui em *Wall Street*, em que as pessoas estão voando alto. Estão realizando quantias injustas de dinheiro. Estão fazendo muito dinheiro. Eles privatizam os ganhos. No minuto em que as coisas complicam, eles nacionalizam o risco. Ganham um paraquedas de ouro na medida em que levam suas companhias a falência, forçando o povo americano a segurar a barra. Algo está muito, muito errado nisso."<sup>81</sup>

- Majority Leader: Rep. Steny Hoyer (D-Maryland)

"Por que deveriam os contribuintes emprestarem o seu dinheiro para resolver uma crise trazida pela avareza alheia? Porque quando falamos sobre a nossa economia, nenhum de nós, nenhum de nós é uma ilha. Estamos todos interligados na expansão ou na explosão, no crescimento ou no colapso, desde os bancos em *Wall Street* até as menores comunidades rurais que nós temos."<sup>82</sup>

- Minority Leader: Rep. John Boehner (R-Ohio)

"Então, pergunto a todos vocês, de ambos os lados do Congresso, o que é de melhor interesse ao nosso país? Não o que é de maior interesse ao seu partido. Não o que for de maior interesse para a sua própria reeleição. O que é para o melhor interesse para o nosso país? Vote 'sim'."<sup>83</sup>

---

<sup>81</sup> "We have a situation where on *Wall Street*, people are flying high. They are making unconscionable amounts of money. They make a lot of money. They privatize the gain. The minute things go tough, they nationalize the risk. They get a golden parachute as they drive their firm into the ground, and the American people have to pick up the tab. Something is very, very wrong with this picture." (CONGRESSIONAL RECORD, Setembro 29, 2008, p. H10388)

<sup>82</sup> "Why should taxpayers lend out their own money to solve a crisis brought on by someone else's greed? Because when it comes to our economy, none of us, none of us is an island. We are all bound together in boom or bust, in growth or collapse, from the bankers on *Wall Street* to the smallest rural community that we represent." (CONGRESSIONAL RECORD, Setembro 29, 2008, p. H10395)

<sup>83</sup> "So I ask all of you, both sides of the aisle, what's in the best interest of our country? Not what's in the best interest of our party. Not what's in the best interest of our own re-election. What's in the best interest of our country? Vote 'yes.'" (CONGRESSIONAL RECORD, Setembro 29, 2008, p. H10395)

- Majority Whip: Rep. Jim Clyburn (D- South Carolina)

Não consta, nos autos do dia 29/09/2008, nenhum pronunciamento.

- Minority Whip: Rep. Roy Blunt (R- Missouri)

"Essa lei nos ajudará a reestabelecer o chão para o fortalecimento. Essa lei nos ajuda a assegurar que os contribuintes não tenham custos. Essa lei assegura a transparência para que qualquer um possa acompanhar e ver o que está ocorrendo."<sup>84</sup>

- House Financial Services Committee Chair: Rep. Barney Frank (D-Massachusetts)

"Hoje é um dia de decisão. Eu desejaria que não fosse o caso. Mas estou convencido de que se derrubarmos essa lei hoje, será um dia muito, muito ruim, para o setor financeiro da economia americana. E as pessoas que sofrerão não serão os banqueiros de alta classe, mas sim o americano médio."<sup>85</sup>

- House Financial Services Committee Ranking Member: Rep. Spencer Bachus (R-Alaska)

"Nosso tempo se esgotou. Nós temos que tomar uma decisão. Não há outras opções, não há outras alternativas."<sup>86</sup>

Apesar do posicionamento dos partidos ter sido claro em busca da aprovação do projeto, muitos congressistas preferiram seguir suas convicções ideológicas. O quadro político americano é muito distinto se comparado com o brasileiro no que concerne a diversidade de opiniões em conjunto com suas filiações partidárias. Enquanto que no Brasil boa parte dos políticos com visões mais diferentes da linha geral do partido se desvinculam do mesmo e se recolocam em outro partido - dependendo da sua força política até mesmo criam um novo - nos Estados Unidos isso não ocorre com muita frequência devido principalmente à dualidade partidária. Dentro de cada grande partido ocorrem distinções com relação a linha política, influenciada principalmente pelo seu estado de origem e o distrito que defende, como por exemplo um republicano do estado de Nova York se aproxima da linha política de

---

<sup>84</sup> " *This bill helps us re-establish the floor for that strength. This bill helps us ensure that taxpayers don't pay any cost. This bill ensures that everybody can watch all the time to see what's going on.*" (CONGRESSIONAL RECORD, Setembro 29, 2008, p. H10392)

<sup>85</sup> " *Today is decision day. I wish it weren't the case. But I am convinced that if we defeat this bill today, it will be a very bad day for the financial sector of the American economy. And the people who will feel the pain are not the top bankers and the top corporate executives, but average Americans.*" (CONGRESSIONAL RECORD, Setembro 29, 2008, p. H10360)

<sup>86</sup> " *Our time has run out. We are going make a decision. There are no other choices, no other alternatives.*" (CONGRESSIONAL RECORD, Setembro 29, 2008, p. H10391)

um democrata texano. A linha geral do partido serve então apenas para criar uma distinção básica entre "mais liberais" e "mais conservadores" ou até mesmo, fazendo uma leitura literal, "mais democratas" e "mais republicanos" (observando é claro que uma república pode ser democrática). Há, porém, um espectro gigantesco de posicionamentos individuais de acordo com seu estado de origem, seu distrito e até mesmo os financiadores de suas campanhas. Um reflexo claro disso foram os votos de um terço dos deputados republicanos à favor do projeto, mostrando que dois terços, mesmo com o partido sendo o proponente inicial (a administração Bush era republicana), foram contra a proposta e seguiram a linha ideológica mais próxima ao não intervencionismo do setor público no privado na hora de votar.

A rejeição da proposta H.R. 3997 no Congresso americano trouxe reflexos imediatos no mercado financeiro logo no dia seguinte. O Índice DOW JONES caiu 778 pontos, a maior queda em sua história em um único dia e o Índice NASDAQ caiu 9.1% também no mesmo dia.<sup>87</sup> Uma solução viável para a crise por sua vez não estava longe de se concretizar, como posto pela *Speaker of the House*, Nancy Pelosi: "O que aconteceu hoje não pode se perpetuar. Nós temos que seguir em frente na esperança de que os mercados irão entender a mensagem" (tradução livre).<sup>88</sup> A administração Bush, liderada pelo secretário de tesouro, Henry Paulson, e pelo presidente do Fed, Ben Bernanke, buscaram entender e ouvir o lado dos deputados insatisfeitos e como poderiam, numa nova tentativa de se passar o programa contar com seus votos. O resultado foi a inserção das seções *Energy Improvement and Extension act of 2008* (EIEA) e da *The Tax Extenders and Alternative Minimum Tax Relief act of 2008* em conjunto com o programa original do *Emergency Economic Stabilization act of 2008* (EESA) rejeitado no dia 29. Por questões regimentais o novo plano foi reintroduzido para votação começando pelo Senado americano através de uma alteração - diga-se de passagem, completa - de outra lei que já tramitava. Situação similar a ocorrida com a H.R. 3997, porém que teve início na Câmara. A maior diferença foi a velocidade com a qual o processo ocorreu. A rejeição da primeira proposta de lei no congresso americano, que foi introduzida como vimos antes seguindo os desejos de Paulson com apenas três páginas de projeto, durou uma semana para discussões e melhorias resultando no plano geral da EESA. O novo projeto de lei, com a inserção da EIEA

---

<sup>87</sup> (CNN, Setembro 29, 2008)

<sup>88</sup> "What happened today cannot stand. We must move forward, and I hope that the markets will take that message." (THE NEW YORK TIMES, Setembro 29, 2008)

foi votado já no dia 01 de Outubro de 2008, no Senado americano, literalmente dois dias depois de um projeto extremamente similar ter sido votado e rejeitado na Câmara dos deputados. O resultado da votação no Senado foi de 74 senadores a favor, 25 contra e 1 ausente.<sup>89</sup> O projeto então foi encaminhado a Câmara para no dia 3 de Outubro de 2008 ser votado e aprovado por 263 deputados a favor e 171 contra, dentre os quais 33 democratas e 24 republicanos que previamente haviam votado contra a EESA mudaram seus votos. Horas depois de ser aprovado foi então assinado pelo presidente George W. Bush para fazer efeito já no dia seguinte. Uma das questões levantadas pela mudança no posicionamento, posta diversas vezes por vários críticos ao projeto foi o lobby realizado pelo mercado financeiro, mas não vem ao caso nesse estudo trazer a tona tal discussão. Considera-se aqui que a principal forma de negociação com os deputados, principalmente por conta do pouco tempo disponível, foi a introdução das seções citadas. Segue abaixo os pontos mais relevantes dos discursos proferidos tanto no Senado (no dia 01/10/2008) quanto na Câmara (no dia 03/10/2008) dos personagens mais relevantes politicamente à época:

- Speaker of the House: Rep. Nancy Pelosi (D- California)

"Nós temos que garantir ao povo americano que essa crise nos levará a reformas que irão fortalecer as suas economias individuais, que trazendo a contabilidade a luz poderemos proteger os contribuintes e escarnar os abusos que levaram a essa crise."<sup>90</sup>

- Majority Leader: Rep. Steny Hoyer (D- Maryland)

"Alguns foram convencidos quando uma votação na Câmara levou a evaporação de US\$ 1.2 trilhões em valores, em cerca de 120 segundos; outros se convenceram quando ouviram que a América havia perdido 159.000 postos de trabalho mês passado, fazendo um total de 760.000 empregos perdidos esse ano."<sup>91</sup>

---

<sup>89</sup> (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 1, 2008, p. S10290)

<sup>90</sup> *"We must reassure the American people that this crisis will lead to reforms that will strengthen their personal economic security, that the bright light of accountability will protect the taxpayers and ferret out the abuses that have led to this crisis."* (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10776)

<sup>91</sup> *"Some were convinced when a vote in the Chamber led to the evaporation of \$1.2 trillion of wealth in about 120 seconds; some were convinced when they heard that America lost another 159,00 jobs last month making a total of lost jobs this year of 760,000 jobs."* (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10775)

- Minority Leader: Rep. John Boehner (R- Ohio)

"Chegamos em conjunto em um projeto de lei que é muito melhor do que quando foi iniciada.

Não seria a lei que escreveria. Não seria um projeto de lei que nenhum de nós escreveria porque essa lei foi escrita conjuntamente, onde membros dos dois lados da Casa se uniram e trabalharam em conjunto para construir um produto que nos ajudaria a superar essa crise."<sup>92</sup>

- Majority Whip: Rep. Jim Clyburn (D- South Carolina)

"... essa lei é mais do que *Wall Street*; é também sobre *Broad Street* e *Walker Street*. É sobre mercearias, salões de beleza, barbearias, bancos comunitários e concessionárias de carro."<sup>93</sup>

- Minority Whip: Rep. Roy Blunt (R- Missouri)

"Essa lei protege os contribuintes. Essa lei possui todos os mecanismos de supervisão já concebidos pelo governo, até hoje. Nenhum deles foi proposto inicialmente pelo executivo, mas agora estão todos lá. Um Supervisor Geral, um conselho que estipula as políticas, um grupo de supervisão do Congresso, GAO com autoridade especial e transparência máxima."<sup>94</sup>

- House Financial Services Committee Chair: Rep. Barney Frank (D-Massachusetts)

"Eu acredito que essa lei tenha um resultado melhor em muitas áreas, incluindo a de evitar falências que as pessoas tenham reconhecido."<sup>95</sup>

- House Financial Services Committee Ranking Member: Rep. Spencer Bachus (R-Alaska)

"Para proteger os contribuintes, nós insistimos em uma supervisão e contabilidades mais rígidas. Para proteger os contribuintes mais a frente, nós quisemos assegurar que assim que comprássemos esses papéis ilíquidos que o Sr. Paulson estava falando e investíssemos capital

---

<sup>92</sup> "We've come together on a bill that is a much better bill than it was when it started. It isn't the bill that I would write. It's not the bill that any of you would write because this bill was done in a bipartisan way, where Members on both sides of the aisle came together, worked together to build a product that we thought would help avert this crisis." (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10775)

<sup>93</sup> "... this bill is about more than *Wall Street*; it is about *Broad Street* and *Walker Street*. It is about grocery stores, beauty salons, barber shops, community banks, and automobile dealerships." (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10805)

<sup>94</sup> "This bill protects taxpayers. This bill has every known oversight mechanism ever conceived of by government in it now. None of those were asked for initially by the administration but they're all there now, a special Inspector General, a board that sets policy, a congressional oversight group, GAO with special authority, ultimate transparency." (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10757)

<sup>95</sup> "I believe this bill has a great deal more in it in a number of areas, including in particular avoiding foreclosures, than people have recognized." (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10761)

nessas companhias que produzissem riquezas, que os contribuintes americanos iriam receber os dividendos."<sup>96</sup>

- President of the Senate: Sen. Dick Cheney (R- Wyoming)

Não consta, nos autos do dia 01/10/2008, nenhum pronunciamento.

- Majority Senate Leader: Sen. Harry Reid (D- Nevada)

"Qualquer membro do Senado poderia provavelmente escrever uma lei melhor do que a que nós temos hoje aqui, mas essa foi uma lei formada em conjunto. Quando digo em conjunto, eu quero dizer a Câmara e o Senado trabalhando com o Executivo. Acordamos agora - e repito - agora, não é a hora de partidos. Literalmente, a segurança e bem-estar do povo americano está em risco, e temos que trabalhar em conjunto para resolver essa crise."<sup>97</sup>

- Minority Senate Leader: Sen. Mitch McConnell (R- Kentucky)

"... depois da votação de Domingo na Câmara, o questionamento não é o de como chegamos aqui mas como sairemos e como colocaremos a nossa economia de volta aos pés. Depois de extensiva consultas entre os líderes dos partidos aqui no Senado, nós acreditamos que fizemos uma forma de nos colocarmos de volta aos trilhos."<sup>98</sup>

- U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs Chairman: Sen. Chris Dodd (D- Connecticut)

"Essa é a primeira vez na história do Congresso que iremos passar uma legislação lidando com um paraquedas de ouro. Mais será feito, mas essa lei já concretiza muitas ações específicas no assunto."<sup>99</sup>

---

<sup>96</sup> *"To protect the taxpayers, we insisted upon tough oversight and accountability. To further protect the taxpayers, we wanted to make sure that as we bought this illiquid paper that Mr. Paulson was talking about and as we invested capital into these companies that we were helping to make wealth, that the American taxpayer would profit."* (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 3, 2008, p. H10776)

<sup>97</sup> *"Every Member of this Senate could probably write a better bill than we have here, but this was a jointly agreed upon bill. When I say jointly, I mean the House and Senate working with people from the administration. We agreed that now—I repeat— now is not the time for partisanship. Literally, the security and wellbeing of the American people are at risk, and we have to work together to solve this crisis."* (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 1, 2008, p. S10190)

<sup>98</sup> *"...after Monday's vote in the House, the question is not how we got here but how we get out and how to get our economy back on its feet. So after extensive consultation between the majority leader and myself and the leaders in both parties here in the Senate, we believe we have crafted a way to go forward and to get us back on track."* (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 1, 2008, p. S10190)

<sup>99</sup> *"It is the first time ever in the history of the Congress that we are actually going to pass legislation dealing with golden parachutes. More will be done, but this bill does take very concrete, specific actions in that regard."* (CONGRESSIONAL RECORD, Outubro 1, 2008, p. S10243)

## II. O Trouble Asset Relief Program - TARP

Aprovado no Congresso americano e assinado pelo presidente o *Emergency Economic Stabilization act of 2008* (EESA) permite então a criação do *Trouble Asset Relief Program* (TARP) já no dia 4 de outubro de 2008. O programa autoriza o departamento do tesouro americano a realizar compras de ativos financeiros de companhias diversas até um montante de US\$ 700 bilhões. Os ativos eram inicialmente relacionados somente ao setor imobiliário porém no texto aprovado expandiu-se para: hipotecas e securitizações comerciais e residenciais, obrigações, outros instrumentos relacionados a essas hipotecas produzidos antes de 14 de Março de 2008, qualquer outro instrumento que o Secretariado - após consultar a mesa diretora do Fed - determine ser necessário para promover a estabilidade do mercado financeiro.<sup>100</sup> Há também uma gama de instrumentos que servem para supervisionar a utilização desse montante. O mais importante desses instrumentos foi a formulação do *Office of the Special Inspector General for the Trouble Asset Relief Program* (SIGTARP), um órgão específico para acompanhar e relatar a sociedade como o dinheiro dos contribuintes estava sendo utilizado. Em paralelo, o *Office of Management and Budget* (OMB) e o *Congressional Budget Office* (CBO) precisavam produzir relatórios ao presidente e ao congresso relativo ao TARP. O OMB foi solicitado a realizar semestralmente expressando os custos de aquisição e as garantias dos ativos adquirido pelo TARP e o CBO, baseando-se nesses relatórios apresentados semestralmente, produziria após 45 dias um outro relatório trazendo discussões em torno do custo das operações realizadas, das informações e métodos de valoração desses ativos adquirido e dos impactos sobre o a dívida pública federal.<sup>101</sup>

O TARP, até 23 de Janeiro de 2009, havia utilizado US\$293.76 bilhões em seus programas de aquisição sendo que inicialmente havia já determinado os parâmetros de utilização para US\$387.4 bilhões.<sup>102</sup> Sua forma de abordagem ocorria através de programas, cada qual com seu objetivos e alvos específicos, dos quais os principais eram: *Capital Purchase Program* (CPP), *Systemically Significant Failing Institutions Program* (SSFI), *Targeted Investment Program* (TIP), *Asset Guarantee*

---

<sup>100</sup> (SIGTARP, 2009, p. 6)

<sup>101</sup> (CBO REPORT, 2008, p. 1)

<sup>102</sup> (SIGTARP, 2009, p. 43)

*Program* (AGP) e *Automotive Industry Financing Program* (AIFP). O CPP consiste na aquisição de ações sênior preferenciais (ações que dão prioridade no momento de pagamento de dividendos) ou opções de compra de ações comuns (o direito a comprar ações comuns a um determinado preço) de instituições financeiras que se enquadraram nos requisitos das *Qualifying Financial Institutions* (QFI). O objetivo, como defendido pelo tesouro americano, seria promover a estabilidade financeira, manter a confiança no setor financeiro e permitir que as instituições continuassem a atender as necessidades de crédito dos consumidores e empreendedores americanos. O programa inicialmente possuía planos de gastar US\$ 250 bilhões, mas até a data do relatório havia gasto US\$ 194.2 bilhões.<sup>103</sup>

O SSFI era focado no caso específico da AIG uma vez que se propõe a investir em companhias, através da compra de ações sênior preferenciais perpétuas, que caso falissem produziram um efeito cascata e uma interrupção no mercado financeiro. No SSFI a determinação quanto a que empresas dar suporte viria de uma análise caso a caso, mas seu objetivo principal seria prover a estabilidade e prevenir a ruptura do mercado financeiro limitando o impacto na economia e na proteção dos empregos americanos, poupanças e aposentadorias de companhias que apresentassem grande inserção na cadeia financeira. Gastou-se US\$ 40 bilhões até a data com o programa. O TIP, por sua vez, foi direcionado para realizar investimentos em instituições financeiras em que, caso houvesse uma quebra ou perda de confiança poderia afetar companhias similares ou até mesmo o setor financeiro e a economia como um todo. O gasto com esse programa foi de US\$40 bilhões, sendo dividido essencialmente entre US\$20 bilhões para o *Citigroup* (Citi) e US\$ 20 bilhões para o *Bank of America* (BofA) através de aquisições de ações sênior preferenciais. O AGP foca em prover garantias com relação a perdas em certos fundos e/ou portfólios de ativos ilíquidos em empresas em situação de risco, que possam ameaçar a confiança do mercado. É similar a um seguro uma vez que o tesouro americano esta garantindo a compra por um valor caso o mercado não o atenda. Esse programa seria utilizado de forma mais discricionária uma vez que seu potencial de perda seria maior, sua atuação seria diretamente com os ativos "problemáticos" e seu retorno viria dos próprios papéis adquiridos. US\$ 5 bilhões foram direcionados ao *Citigroup* e US\$ 7.5 bilhões ao *Bank of America*. Em compensação os papéis das duas empresas apresentaram um retorno

---

<sup>103</sup> (SIGTARP, 2009, p. 43)

de US\$ 4 bilhões (Citi) e US\$ 3 bilhões (BofA). O AIFP é o único que não era focado em corporações unicamente financeiras pois trabalha em cima do setor automotivo. O programa realizou investimentos estratégicos no setor financeiro dessas companhias no montante de US\$ 20.8 bilhões com o objetivo de prevenir uma possível paralisia do setor. As principais companhias contempladas foram: *General Motors Corporation* (GMC), *General Motors Acceptance Corporation LLC* (GMAC), *Chrysler LLC* (Chrysler) e *Chrysler Financial Services Americas LLC* (Chrysler Financial).<sup>104</sup>

---

<sup>104</sup> Tabela 3.2 (SIGTARP, 2009, p. 45)

## IV. Conclusão

O relatório da Comissão interpreta que a crise econômica de 2008 foi a maior já ocorrida na história do setor financeiro atual em termos de volume de oscilação de capital assim como de resgate por parte do setor público. Nunca antes na história americana houve uma resposta tão volumosa em termos financeiros para se garantir a estabilidade econômica. Entender sua conjuntura, seu desenrolar e a resposta da sociedade a essa crise é essencial para compreender a própria sociedade e como ela se relaciona com o mercado.

O objetivo desse trabalho foi mostrar, através da ótica apresentada no relatório final da FCIC, de como a crise chegou ao ponto que chegou. Percebe-se que não foi algo que ocorreu do dia para a noite, mas sim algo que se construiu ao longo de décadas, de percepções enviesadas e leituras ralas de um relacionamento perigoso e difícil de se ter com o mercado financeiro. O desmantelamento de regulações que poderiam ter prevenido os programas de recuperação financeira e por consequência a utilização do dinheiro dos contribuintes americanos (e de diversas nações posteriormente) demonstra o cerne do problema.

O foco do atual estudo foi a observação da resposta do meio político ao problema. A produção do *Emergency Economic Stabilization act of 2008* acabou sendo uma resposta "necessária" a crise. Sem ela os impactos poderiam ter sido inimagináveis, próximos a repercussões da crise de 1930, só que em escalas muito maiores devido a interlocução financeira e globalização atuais, onde o pânico e o medo se espalhariam de forma mais rápida e com reflexos muito mais duradouros. A rejeição por parte dos congressistas quanto ao primeiro projeto demonstra que há esperança nesse relacionamento entre sociedade e mercado como apresentado por Karl Polanyi em *A Grande Transformação*<sup>105</sup>. Demonstra que há ainda um questionamento reflexivo quanto ao gasto do dinheiro do contribuinte, quanto a forma de relação pretendida entre o meio político e o setor financeiro e quanto, até mesmo, no caso americano, do relacionamento do *lobbying* dentro da democracia.

A conclusão desse estudo foi que tanto o congresso americano quanto a sociedade americana se demonstraram preocupadas com o relacionamento do

---

<sup>105</sup> (POLANYI, 1944)

mercado financeiro com o meio político. A crítica realizada pelo relatório final da Comissão, no entanto, pode não produzir os efeitos esperados. A dualidade mercado e sociedade produz incertezas que inibem previsões. Como comparativo, no auge da crise de 30 acreditava-se que nunca mais ocorreria situação similar. Deve-se pontuar também que o resultado de todo o processo atual obteve o sucesso e o não colapso da economia - mesmo com suas críticas com relação aos setores mais beneficiados do TARP e posteriormente a aprovação de uma nova lei mais completa do ponto de vista de regulação financeira - ainda que as gerações que venham mais a frente tenham que arcar com o fardo das decisões atuais.

## V. Referências Bibliográficas

CARPENTER, David H.; MURPHY, M. Maureen. Permissible Securities Activities of Commercial Banks Under the Glass-Steagall Act. (GSA) and the Gramm-Leach-Bliley Act. (GLBA). **Congressional Research Service Report for Congress**, Washington, Abr. 2010.

CORNETT, Marcia Millon; TEHRANIAN, Hassan. An Examination of the Impact of the Garn-St. Germain Depository Institutions Act. of 1982 on Commercial Banks and Saving and Loans. **The Journal of Finance**, Boston, Vol. XLV, No. 1, Mar. 1990.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Amendment to the Senate, Amendment to H.R. 3997: Working Paper. **110° Congresso Americano**, 28 Set. 2008. Disponível em: <<https://www.csbs.org/legislative/con-issues/Documents/110th%20Congress/TARP-HouseAmendmenttoHR3997.pdf>>. Acesso em: 13 de abril de 2016.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Congressional Record. **Proceedings and Debates of the 110th Congress, Second Session**, Washington, Vol. 154, No. 157, 29 Set. 2008.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Congressional Record. **Proceedings and Debates of the 110th Congress, Second Session**, Washington, Vol. 154, No. 159, 01 Out. 2008.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Congressional Record. **Proceedings and Debates of the 110th Congress, Second Session**, Washington, Vol. 154, No. 161, 03 Out. 2008.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. House of Representatives 1424. **110° Congresso Americano**, Washington, 03 Out. 2008.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. House of Representatives 3997. **110° Congresso Americano**, Washington, 29 Set. 2008.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Public Laws of the United States of America Passed by the Seventy-Third Congress 1933 – 1934. **73° Congresso Americano**, Washington, 15 Jun. 1933.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Security Exchange Act of 1934. **73° Congresso Americano**, Washington, 05 Jun. 1934.

U. S. TREASURY DEPARTMENT OFFICE OF PUBLIC AFFAIRS (Estados Unidos da América). **Fact Sheet**: Treasury Senior Preferred Stock Purchase Agreement. Washington, Set. 2008.

FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION; BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (Estados Unidos da América). Federal Banking Agency Statement on GSE Exposure. **Office of the Comptroller of the Currency and Office of Thrift Supervision**, Washington, Set. 2008.

FRAME, Scott W. The 2008 Federal Intervention to Stabilize Fannie Mae and Freddie Mac. **Working Paper Series of Federal Reserve of Atlanta**, Atlanta, Abr. 2009.

GILBERT, R. Alton. Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away. **Working Paper Series of Federal Reserve of St. Louis**, St. Louis, Fev. 1986.

HULSE, C.; HERSZENHORN, D. M. Defiant House Rejects Huge Bailout; Next Step is Uncertain. **The New York Times**, Washington, 29 Set. 2008. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2008/09/30/business/30cong.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2008/09/30/business/30cong.html?_r=0)>. Acesso em: 13 Abr. 2016.

OFFICE OF THE SPECIAL INSPECTOR GENERAL FOR THE TROUBLED ASSET RELIEF PROGRAM. **Initial Report to the Congress**. Washington, Fev. 2009.

LI, Ruoxi. Electoral Margin, Party Pressure and legislative votes: Marginality Theory Reconsidered. In: AMERICAN POLITICS WORKSHOP, 2010, Madison, **Anais...**

Madison: University of Wisconsin, 2010.

MIAN, Atif; SUFI, Amir; TREBBI, Francesco. The Political Economy of the U.S. Mortgage Default Crisis. **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, Cambridge, Novembro 2008.

PAULSON, H. M. Jr.; Statment by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Treasury and Federal Housing Finance Agency Action to Protect Financial Markets and Taxpayers. **U.S. Department of the Treasury Press Center**, Washington, 07 Set. 2008. Disponível em: < <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1129.aspx>>. Acesso em: 13 Abril 2016.

PAULSON, H. M. Jr. Statment by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on Comprehensive Approach to Market Developments. **U.S. Department of the Treasury Press Center**, Washington, 19 Set. 2008. Disponível em: < <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1149.aspx>>. Acesso em: 13 Abril 2016.

MILLER, Ryan Theodore. The Determinants of Congressional Voting on the Emergency Economic Stabilization Act. of 2008. **Duke University**, Durham 2009.

POLANYI, Karl. A Grande Transformação - as origens de nossa época. **Editora Campus Ltda.**, Rio de Janeiro, 1980.

POZSAR, Z.; ADRIAN, T.; ASHCRAFT, A.; BOESKY, H. Shadow Banking. **Working Paper Series of Federal Reserve of New York**, New York, Dez. 2013.

SHERMAN, Matthew. A Short History of Financial Deregulation in the United States. **Center for Economic and Policy Research**, Washington, Jul. 2009.

SJOSTROM, William K. Jr. The AIG Bailout. **University of Arizona**, Arizona 2009.

SKOP, Jenna. The Financial Bailout: An Examination of House Votes on the Emergency Economic Stabilization Act of 2008. In: NATIONAL CONFERENCE ON UNDERGRADUATE RESEARCH, 2010, Missoula. **Anais...** Missoula: Xavier

CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL. **Taking Stock**: What has the Troubled Asset Relief Program Achieved? Washington, Dezembro 2009.

PAULSON, H. M. Jr. Testimony by Secretary Henry M. Paulson, Jr. before the Senate Banking Committee on Turmoil in US Credit Markets: Recent Actions regarding Government Sponsored Entities, Investment Banks and other Financial Institutions. **U.S. Department of the Treasury Press Center**, Washington, 23 Set. 2008. Disponível em: < <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1153.aspx>>. Acesso em: 13 Abril 2016.

Text of Draft Proposal for Bailout Plan. **The New York Times**, Nova Iorque, 20 Set. 2008. Disponível em: < [http://www.nytimes.com/2008/09/21/business/21draftcd.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2008/09/21/business/21draftcd.html?_r=1)>. Acesso em: 13 Abril 2016.

FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **The Financial Crisis Inquiry Report**. Washington, Jan. 2011.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. **The Troubled Asset Relief Program**: Report on Transactions Through December 31, 2008. Washington, Janeiro 2009.

TWIN, A. Stocks crushed. **CNN**, Nova Iorque, 29 Set. 2008. Disponível em: < [http://money.cnn.com/2008/09/29/markets/markets\\_newyork/index.htm?postversion=2008092918](http://money.cnn.com/2008/09/29/markets/markets_newyork/index.htm?postversion=2008092918)>. Acesso em: 13 Abr. 2016.

WALLISON, Peter J.; CALOMIRIS, Charles W. The Last Trillion-Dollar Commitment: The Destruction of Fannie Mae and Freddie Mac. **Financial Services Outlook**, Washington, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Set. 2009.

WEBEL, Baird; MURPHY, Edward V. The Emergency Economic Stabilization Act. and Current Financial Turmoil: Issues and Analysis. **Congressional Research Service Report for Congress**, Washington, Congressional Research Service, Nov. 2008.

WHEELLOCK, David C. The Federal Response to Home Mortgage Distress: Lessons from the Great Depression. **Federal Reserve Bank of ST. Louis Review**, St. Louis, part 1, p. 133-148, Jun. 2008.