

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**REGULAÇÃO FINANCEIRA PÓS CRISE: UMA
ANÁLISE DO SISTEMA FINANCEIRO NORTE
AMERICANO**

MARIA LÍVIA REIS FERNANDES DE SOUZA
matrícula nº: 11807924

ORIENTADOR(A): Prof. Luiz Fernando Rodrigues de Paula

CO-ORIENTADOR(A): Norberto Montani Martins

SETEMBRO 2020

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**MUDANÇAS REGULATÓRIAS NO SISTEMA
FINANCEIRO NORTE-AMERICANO: DODD-FRANK
ACT AO ECONOMIC GROWTH AND
REGULATORY RELIEF**

MARIA LÍVIA REIS
matrícula nº: 11807924

ORIENTADOR(A): Prof. Luiz Fernando Rodrigues de Paula

CO-ORIENTADOR(A): Norberto Montani Martins

AGOSTO 2020

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

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha mãe, Maria das Dores, por absolutamente tudo que tem feito por mim ao longo dos meus 26 anos de existência. Agradeço também ao meu pai, Reinaldo, por acreditar no meu potencial e me ajudar a realizar meus sonhos.

As amigas Clara, Fernanda, Isadora, Maria, Raphaela e Raquel, muito obrigada pela companhia e pelo apoio durante todos esses anos. Ao amigo Marconi que o estágio no BNDES me proporcionou, muito obrigada pelos conselhos. Por ter dividido essa jornada de mestranda comigo, agradeço a amiga Catarina.

Aos professores Carlos Bastos, Luiz Fernando de Paula, Norberto Montani, agradeço pelas conversas, pela orientação e pelos comentários valiosos. Ao professor, Antonio Alves Junior, agradeço por ter aceitado fazer parte da banca avaliadora.

RESUMO

A presente dissertação se propõe a analisar as principais reformas ocorridas no sistema financeiro após a crise de 2008. A Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção a Consumidores foi aprovada em 2010 com o objetivo de reparar as falhas regulatórias bem como as práticas abusivas e condutas irresponsáveis das instituições financeiras, identificados como os fatores de desestabilização sistêmica no contexto da crise financeira. Em contraste, a eleição do Presidente Donald Trump representa uma reversão de algumas das práticas regulatórias até então adotadas. Para a nova administração, a “carga regulatória” trazida pela Dodd-Frank estaria freando o fornecimento de crédito e, portanto, o crescimento econômico. Assim, com a justificativa de estimular o crescimento econômico, foi aprovada em 2018 uma nova lei, *Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act*, trazendo uma série de alterações ao texto da Lei Dodd-Frank. Considerando-se a endogeneidade e a recorrência das crises, em linha com Minsky (1986), adverte-se para os riscos associados a uma flexibilização da regulação financeira nos EUA embutidos no referido *Economic Growth Act*, sendo possível que a nova legislação incentive operações de fusão e aquisição entre instituições financeiras de pequeno e médio porte, aumentando assim, a concentração e interconectividade do sistema.

Palavras-chave: Dodd-Frank Act, Economic Growth and Regulatory Relief Act, Crise financeira, Regulação

ABSTRACT

This dissertation aims to analyze the main reforms that occurred in the financial system after the 2008 crisis. The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act was passed in 2010 with the objective of remedying regulatory failures as well as the abusive practices and irresponsible conduct of financial institutions, identified as the factors of systemic destabilization in the context of the financial crisis. In contrast, the election of President Donald Trump represents a reversal of some of the regulatory practices adopted so far. For the new administration, the "regulatory burden" brought by Dodd-Frank would be curbing the supply of credit and, therefore, economic growth. Thus, with the justification of stimulating economic growth, a new law, Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act, was passed in 2018, bringing a series of changes to the text of the Dodd-Frank Act. Considering the inbreeding and recurrence of crises, in line with Minsky (1986), the risks associated with a relaxation of financial regulation in the U.S. embedded in the Economic Growth Act are warned, and it is possible that the new legislation will encourage mergers and acquisitions between small and medium-sized financial institutions, thus increasing the concentration and interconnectivity of the system.

Key words: Dodd-Frank Act, Economic Growth and Regulatory Relief Act, Financial Crisis, Regulation

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I – TEORIAS ECONÔMICAS DE REGULAÇÃO	10
CAPÍTULO II – O HISTÓRICO DE REFORMAS NO SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO	27
CAPÍTULO III – A REGRA DE VOLCKER	48
CAPÍTULO IV – CONCLUSÃO	67
REFERÊNCIAS	71

INTRODUÇÃO

Crises financeiras são, em geral, tratadas como produto da manifestação de assimetrias de informação e de externalidades. Elas têm elevado potencial de reduzir o produto, piorar a distribuição de renda e tornar a economia volátil. Existem inúmeros registros de crises financeiras ao longo da história (KINDLEBERGER, 2013); mais recentemente, a crise iniciada no setor de hipotecas *subprime* norte-americano¹, custou algo em torno de 3.5% do PIB americano em 2009 e seus efeitos ainda se fazem sentir no fraco crescimento das economias ao redor do mundo (LUCAS, 2019).

Após uma crise financeira, normalmente, as autoridades se articulam no sentido de redesenhar as normas a fim de impedir que falhas regulatórias resultem em comportamento irresponsável dos participantes do mercado financeiro. Por outro lado, *se as expectativas de retorno são confirmadas pela evolução dos fatos, e de novo, e mais uma vez, os agentes fatalmente se perguntarão se as precauções tomadas no início do processo não são excessivas, dada a experiência de que viveram de não precisar delas.*² Dessa forma, a regulação financeira ao longo da história parece oscilar entre momentos de “aperto regulatório” e momentos de “afrouxamento”.

Na história, as duas últimas grandes crises de proporções mundiais tiveram início no sistema financeiro norte-americano. Nesse sentido, a regulação e a estabilidade financeira dos Estados Unidos representam uma preocupação que extrapola os limites do país. Ao analisarmos o histórico da regulação nos EUA entre o século XX e XXI, o movimento de oscilação parece bastante pronunciado: em 1930, com a aprovação da Lei Glass-Steagall; em 1999, com a aprovação do Gramm-Leach-Bliley Act; em 2011, com a aprovação do Dodd-Frank Act; e em 2018, com a aprovação do *Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act*.

O objetivo geral dessa dissertação é analisar, à luz de três teorias distintas, a regulação recente do mercado financeiro norte-americano. Mais especificamente, o trabalho busca analisar as medidas introduzidas pela Lei Dodd-Frank, dedicando atenção especial à seção 619, apelidada de regra Volcker, que foi apresentada como uma solução ao problema das

¹ O termo *subprime* se refere às pontuações de crédito abaixo da média, indicando que esses indivíduos podem apresentar risco de crédito mais elevado.

² Carvalho, 2015, p. 350.

instituições grandes demais para falir, e o recente retrocesso regulatório com a aprovação do *Economic Growth Act* em 2019, com uma série de alterações em importantes dispositivos da Lei Dodd-Frank. Frequentemente tratada como uma tentativa de resgate à Lei Glass Steagall, a regra Volcker estabelece a proibição de trading proprietário por parte de instituições bancárias membros do FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), além de restringir a relação entre essas instituições e os chamados “*covered funds*”. Para condução dessa análise, a metodologia de pesquisa consistiu na revisão de textos acadêmicos, documentos oficiais, jornais e documentos produzidos por consultorias especializadas.

A dissertação está dividida em quatro capítulos, além deste Introdução. O primeiro capítulo descreve as três teorias da regulação que constituem a base teórica da análise: visão do interesse público, visão do interesse privado e uma tentativa de resgatar a visão minskyana da regulação financeira. O segundo capítulo trata da Lei Dodd-Frank bem como das alterações trazidas pelo *Economic Growth and Regulatory Relief Act*. O terceiro capítulo examina especificamente da regra de Volcker, analisando desde as motivações para a inclusão dessa regra – que não esteve presente na proposta inicial de reforma apresentada pela administração Obama – até os desdobramentos mais recentes no contexto do *Economic Growth and Regulatory Relief Act*. Já o quarto capítulo conclui e tece considerações finais a dissertação.

CAPÍTULO I – TEORIAS ECONÔMICAS DE REGULAÇÃO

Tradicionalmente, a teoria microeconômica que trata da regulação de instituições em geral, estabelece que através da elevação dos custos da firma, a regulação alcançaria o objetivo de assegurar a competição e o bem estar social. A ideia por trás do imposto de Pigou, por exemplo, é que através da internalização do custo que determinada ação da firma possa impor à sociedade, a produção de tal externalidade seria reduzida e o resultado das interações entre empresas desse mercado seria ótimo do ponto de vista da sociedade como um todo.

Embora a lógica de internalização de custos se aplique em alguns mercados, quando aplicado à realidade dos mercados financeiros esse instrumento pode se mostrar ineficaz. Considerando o exemplo de um imposto Pigouviano aplicado a instituições financeiras que causem perdas aos seus clientes graças a riscos mal mensurados ou posturas inadequadas; para que tal imposto seja eficaz, é necessário que o valor estabelecido seja suficiente para afetar de forma significativa os custos dessa instituição. Uma vez que a ideia é aplicada ao mundo real, é notória sua complexidade de implementação. Por exemplo, estima-se que a crise financeira de 2008 teve um custo entre 6 e 14 trilhões de dólares. Na prática, um imposto ou multa de igual valor aplicado a uma instituição financeira poderia facilmente levá-la à falência. Ademais, considerando o elevado grau de interconectividade entre instituições do sistema financeiro, seria extremamente difícil identificar um culpado pelas perdas. Finalmente, a imposição de uma multa ou imposto com potencial de falir uma instituição financeira iria de encontro com o ideal de estabilidade financeira, desconsiderando o fato de que a quebra de uma instituição pode exercer um "efeito dominó" que se espalharia rapidamente por todo o sistema financeiro, com consequências perversas para a economia real.

Nesse sentido, a regulação de instituições financeiras se torna muito mais complexa do que a regulação de outros setores tradicionais da economia. Isso se deve ao papel central do setor bancário/financeiro para o crescimento e desenvolvimento econômico. A ideia principal por trás da regulação do sistema financeiro diz respeito à segurança e estabilidade das instituições financeiras e mais importantes, do sistema de pagamentos. Instrumentos regulatórios tais quais os seguros sobre depósitos à vista, os requerimentos de capital e a

autoridade de prestador de última instância são introduzidos com o objetivo de prevenir corridas bancárias e exposição excessiva de instituições financeiras, bem como facilitar temporariamente a disponibilidade de liquidez. Tais medidas, muito embora possam ter implicações positivas em determinados momentos, em última instância representam tentativas de adoção de medidas regulatórias voltadas aos interesses do mercado financeiro.

O que muitos autores e reguladores argumentam é que *“The regulation of banks must do more than instil best practice amongst bankers, or converge regulatory capital to the capital a prudent bank would otherwise hold.”* (Brunnermeier et al, p.xi , 2009) A ideia principal por trás da regulação que prevalece desde Basileia I³ é a de que o sistema como um todo se torna mais seguro à medida que instituições estejam, individualmente, seguras. Apesar do apelo lógico que esse argumento possui, em realidade, constitui uma falácia de composição; isso por que:

In trying to make themselves safer, banks, and other highly leveraged financial intermediaries, can behave in a way that collectively undermines the system. Selling an asset when the price of risk increases, is a prudent response from the perspective of an individual bank. But if many banks act in this way, the asset price will collapse, forcing institutions to take yet further steps to rectify the situation. (Brunnermeier et al, p. i, 2009)

A queda generalizada nos preços dos ativos se deve, em parte, ao objetivo das instituições em se manterem individualmente “seguras”. Esse comportamento constitui a chamada fragilidade endógena ao sistema mencionada por Minsky e que é potencializada pela tendência que prevalece no mercado financeiro de “comportamento comum” entre os agentes (efeito manada). Nesse sentido, Brunnermeier et al (2009) defendem que a regulação macroprudencial – não mais apenas individual, mas horizontal a todas as instituições financeiras – deve ser a contrapartida à tendência natural de queda na percepção de risco durante *booms* e à subsequente elevação da percepção de risco uma vez que o *boom* chega ao fim. O que se observa na prática é que em momentos de *boom*, empréstimos, alavancagem e confiança em recursos de curto prazo se reforçam mutuamente, contribuindo para a maior fragilização do sistema.

Ao longo da história, crises financeiras se mostram recorrentes e, em muitos casos, são descritas como consequências de uma regulação deficiente. Esse é o caso da crise

³ O Comitê de Basileia, criado em 1974, tem como objetivo reforçar a regulação, a supervisão e melhores práticas bancárias a fim de promover a estabilidade financeira. O Acordo de Basileia I (1988) estabeleceu recomendações para as exigências mínimas de capital para instituições financeiras internacionalmente ativas com a finalidade de mitigar o risco de crédito. Já o acordo de Basileia II (2004), agregou princípios para uma avaliação mais precisa dos riscos incorridos por instituições financeiras internacionalmente ativas. Maior detalhamento sobre os acordos de Basileia podem ser encontrados no site do Banco Central do Brasil. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recomendacoesbasileia> Acesso em 29.08.2020.

subprime, frequentemente atribuída ao acordo de Basileia I. A abordagem microprudencial trazida por Basileia I e II prevê que os requisitos de capital sejam ponderados pelo risco dos ativos da instituição financeira, onde os riscos são estimados pelo rating atribuído ao emissor de determinado título. Contudo, a finalidade do capital regulatório é servir como contrapartida a perdas não esperadas. Já as perdas esperadas devem ter como contrapartida a taxa de juros, i.e., o *spread* que a instituição financeira cobra de cada cliente levando em conta a probabilidade esperada de perda em uma dada operação. Assim, a ponderação dos requisitos de capital pelo rating acaba por mesclar dois objetivos distintos, uma vez que o rating é calculado a partir da probabilidade esperada de default. Portanto, fica evidente a falha de composição da abordagem de ponderação pelo risco dos requisitos de capital, uma vez que esse instrumento é utilizado pelos reguladores de forma inconsistente com sua definição e composição (BRUNNERMEIER et al, p.8, 2009).

As falhas regulatórias desse tipo levantam questionamentos relacionados a real intenção dos reguladores e à sua capacidade em alcançar melhores resultados do que àqueles obtidos na ausência de regulação. Esses questionamentos são descritos na teoria da regulação como "visão do interesse público" e "visão do interesse privado", a serem analisadas no presente capítulo, cujo objetivo é apresentar as visões acerca da regulação financeira.

Tradicionalmente, as duas abordagens servem como base à regulação de atividades econômicas em geral. A primeira delas seria a visão do interesse público (ou *public interest view*), que assume que os reguladores dispõem de informação e poder coercitivo que os tornam capazes de promover o máximo bem estar social possível. Além disso, os reguladores seriam benevolentes e atuariam sempre com objetivo único de promover o interesse da sociedade como um todo. A segunda seria a visão do interesse privado (*private interest view* ou ainda, *regulatory capture view*), que ao contrário da visão do interesse público não acredita que o regulador tenha informação nem capacidade de compreender as dimensões que envolvem o comportamento das instituições.

Contudo, a crise financeira internacional de 2008 colocou a Hipótese de Fragilidade Financeira (HFF) de Minsky no centro do debate sobre a natureza da instabilidade financeira. Os trabalhos de Minsky, de forma geral, se dedicaram principalmente a analisar as inovações de instituições financeiras, que eram desenhadas de forma a contornar as restrições trazidas pelo conjunto regulatório do *New Deal*. Em verdade, Minsky foi um dos primeiros economistas a notar que o desenvolvimento do “*fed funds market*” teria reduzido a capacidade do Federal Reserve utilizar suas reservas para controlar o empréstimo

bancário (Wray, 2010). Mais tarde, em 1987, ele teria alertado sobre o papel do desenvolvimento do mercado de *securities* sobre a retirada de risco dos balanços das instituições financeiras; prática que esteve no centro da crise subprime de 2007/08. Embora o autor não tenha desenvolvido uma teoria da regulação, sua HFF teve grande relevância para a formulação da regulação macroprudencial recente.

I. VISÃO DO INTERESSE PÚBLICO

Ao longo das últimas décadas, uma extensa literatura se dedicou a caracterizar a relação entre desenvolvimento do sistema financeiro e crescimento econômico (Levine, 1997; Studart, 1995-96; Paula, 2015). De acordo com essa literatura, a alocação eficiente de capital pelos agentes, tanto direta quanto indiretamente via intermediação financeira, proporciona o financiamento adequado de projetos eficientes e descarta aqueles ineficientes. A função de financiamento do investimento produtivo, portanto, é crucial e deve ser a prioridade do sistema financeiro.

Naturalmente, em um mundo no qual não existem custos de informação e transação, instituições maximizam o bem-estar social e, direitos de propriedade são bem definidos (Coase, 1960), o funcionamento adequado dos mercados está assegurado. Em tais circunstâncias, a ideia de autorregulação e de uma “mão invisível” que atuaria constantemente no sentido de equilibrar os mercados dispensa qualquer tipo de intervenção do governo no sentido de regular as instituições, o que seria descrito por essa corrente teórica como prejudicial ao bem-estar social. Contudo, tal sistema econômico e institucional se revela extremamente conflitante com a realidade dos mercados financeiros do mundo real, onde informações incompletas e problemas relacionados a transações e contratos constituem a norma, e não a exceção. (BARTH, CAPRIO & LEVINE, 2006).

Tendo em vista a especificidade das condições descritas por Coase (1961), a alocação de recursos no mundo real está longe de ser “ótima”. A realidade dos mercados é mais bem descrita pelas chamadas falhas de mercado. Em outras palavras, recursos escassos não são alocados de maneira eficiente do ponto de vista do bem-estar social. Sendo assim, a hipótese de mercados eficientes (FAMA, 1960), pautada nesse arcabouço teórico, e que prevê que o mercado acionário seria responsável por garantir que projetos improdutivos ou ineficientes não encontrem financiamento, se mostra pouco aplicável à realidade. Em verdade, a Hipótese de Mercados Eficientes descreve a dinâmica de preço de qualquer classe de ativos, e não apenas do mercado acionário. No entanto, apesar da pouca ou

nenhuma similaridade da realidade dos mercados com as condições descritas por Fama (1960) e Coase (1961), esse arcabouço teórico parece ser predominante no que se refere à regulação financeira. Mais ainda, nas palavras de Langevoort (1992), ao longo dos anos “*the hypothesis began its remarkably quick transition from theory into doctrine*” (p. 855).

Nesse sentido, reconhecendo a presença de falhas de mercado, a visão do interesse público (ou *public interest view*), defende que através da regulação dos mercados é possível “neutralizar” os efeitos de tais falhas. Dessa forma, os reguladores – que seriam benevolentes e atuariam sempre com objetivo de promover o interesse da sociedade como um todo - dispõem de informação e poder coercitivo que os tornam capazes de promover o máximo bem estar social. No entanto, mesmo que a alocação de recursos se dê de forma eficiente do ponto de vista econômico, tal alocação ainda pode ser considerada injusta e não desejável por outros aspectos sociais.

Embora essa visão não encare a regulação como uma solução perfeita, ela entende que, comparativamente, a regulação seria a mais eficiente das instituições em lidar com as falhas de mercado.⁴ A hipótese relevante para essa abordagem regulatória é a de que o poder coercitivo do Estado é capaz de reduzir os custos de transação e as assimetrias de informação a um patamar inferior àquele que seria alcançado pela atuação de agentes privados (NOLL, 1989). Ou seja, os custos da ação do governo na redução dos custos de transação podem ser menores do que aqueles incorridos pelos agentes privados, o que justifica a regulação. Na prática, isso ocorreria se, por exemplo, o custo de aprovação de uma lei ou regulamentação for menor do que a negociação de um contrato entre diversos agentes privados.

As principais falhas de mercado com as quais os reguladores se deparam, de acordo com a visão do interesse público, são: i) competição imperfeita; ii) mercados instáveis e/incompletos; iii) externalidades. Do ponto de vista da regulação financeira, as principais falhas de mercado que motivam a regulação são as assimetrias de informação e externalidades. De fato, crises financeiras podem ser interpretadas como uma manifestação dos efeitos de informação imperfeita aliados às externalidades da atividade bancária e financeira (BARTH, CAPRIO & LEVINE, 2006).

⁴ Outras formas de contornar a existência de falhas de mercado destacadas por Noll (1989, p. 1258) seriam: “For example, instead of regulating the prices charged by a natural monopoly, the government could assist in the formation of customer cooperatives for providing the same service, or could use competitive bidding and contracting for awarding monopoly franchises of limited duration [Demsetz (1968)]. Or, as initially analyzed by Pigou (1920), clever uses of taxes and subsidies could be used to cope with a variety of market-failure issues, ranging from environmental externalities to scarcity rents. Or, as especially emphasized since Coase (1960), some market failures are amenable to solution simply by redefining property rights and creating a market in them”.

Sobre a presença de externalidades que justifiquem a intervenção do governo, especificamente no setor financeiro, destaca-se a possibilidade de ocorrência de crises sistêmicas. A presença de externalidades positivas e negativas advindas da atividade bancária e financeira justificam tanto a criação de instrumentos de preservação do sistema, quanto à imposição de limites às suas formas de operação (CARVALHO, 2015). A existência de assimetrias de informação, principalmente nos mercados financeiros, também representa uma razão para a definição de normas regulatórias; em verdade, esse é o argumento central da tese de racionamento de crédito.⁵

Aplicada ao sistema financeiro, a visão do interesse público ou *helping hand view*, tem como objetivo impedir operações e práticas que ameacem a segurança do sistema e que seriam realizados na ausência de tais limites, a fim de assegurar a distribuição socialmente ótima dos recursos. Dessa forma, preserva-se o sistema de pagamentos e evita-se que choques do mercado financeiro tenham efeitos adversos sobre a economia real. A partir desse reconhecimento, o regulador deve escolher o instrumento mais eficiente de regulação, i.e., regulação de preços ou lucros, ou uma combinação das duas opções. É importante ressaltar que cada uma dessas opções envolve custos e esforços regulatórios distintos e, portanto, as consequências vão depender quase que exclusivamente da estrutura do sistema financeiro em questão. Assim, embora certa padronização seja desejável em um contexto de sistemas financeiros globalizados, uma regulação “*one size fits all*” parece ter poucas chances de sucesso.

Um exemplo da falta de clareza na mensuração dos custos e benefícios associados à regulação financeira são os acordos de Basiléia. Conforme Allen e Carletti (2013) apontam, falta clareza no que diz respeito aos problemas que os acordos de Basileia querem resolver. Isso fica evidente quando analisamos a fixação das taxas de requerimento de capital, que parecem ter sido estabelecidas de modo a favorecer as práticas anteriormente adotadas pelos bancos e instituições financeiras, sem nenhuma justificativa teórica ou empírica sobre a eficácia dos níveis mínimos fixados pelos reguladores.

Outra preocupação relacionada às normas estabelecidas por reguladores financeiros está relacionada à valoração com base no valor de mercado vs. valor contábil. De fato,

⁵ O racionamento de crédito, descrito por Stiglitz e Weiss (1981) corresponde à condição do mercado de crédito na qual, a oferta de fundos do emprestador é menor que a demanda do tomador às taxas de juros e condições contratuais vigentes. A explicação para isso estaria na assimetria de informações presente nos mercados financeiros, dado que um participante do mercado não sabe o suficiente sobre o outro, podendo essa situação afetar o comportamento de cada tomador individual (risco moral ou *moral hazard*) ou o risco do conjunto de tomadores de crédito (seleção adversa). Ver Carvalho (2015, p. 76).

conforme destacado por Allen e Carletti (2013), “*There is no existing theory that we are aware of that suggests why capital regulation should be based entirely on accounting book values and not at all on market values*” (p. 247). Por um lado, a valoração de ativos pelos preços de mercado tem a vantagem de refletir o valor real do balanço patrimonial. No entanto, considerando as falhas e ineficiências de mercado, essa estratégia pode se resultar em elevada volatilidade, o que acarretaria pouca previsibilidade e reduzida liquidez. Esses aspectos cruciais da regulação financeira não encontram correspondência em uma teoria adequada.

Finalmente, no que diz respeito à existência de um equilíbrio socialmente eficiente, a visão do interesse público estaria de acordo com a visão neoclássica/*mainstream*. Aplicada ao contexto da regulação financeira, essa a visão prevê a adoção de práticas regulatórias “*that expand output and opportunities for the many, while minimizing unnecessary risks.*” (ROSS, CAPRIO & LEVINE, 2006, p.19). Considerando o elevado custo de crises financeiras – o custo da crise *subprime* foi de 3.5% do PIB americano em 2009 – além de seus efeitos para além do sistema financeiro como redução do crescimento e piora na distribuição de renda, a prevenção de crises costuma ser o objetivo explícito da regulação.

II. VISÃO DO INTERESSE PRIVADO

Em completa discordância com a visão do interesse público, a visão do interesse privado (ou *private interest view*) considera que o poder coercitivo do Estado seria alvo de grupos de interesse cujo objetivo seria moldar a regulação a fim de maximizar seu bem-estar individual em detrimento do bem-estar social. Os agentes, e consequentemente os reguladores, agiriam com o objetivo de maximizar seu próprio bem-estar, individualmente, o que não necessariamente produziria o bem-estar social. Diante dessas premissas, não haveria motivo para acreditar que a regulação promoveria os interesses da sociedade acima dos interesses de determinados grupos (DEN HERTOOG, 2010).

A visão do interesse privado ou *grabbing hand view* ou ainda, *regulatory capture view*, é essencialmente crítica à visão do interesse público e, apesar de reconhecer a existência de falhas de mercado, não considera que a regulação por parte do governo seja benéfica. Essa visão argumenta que a regulação produz resultados socialmente ineficientes, que atenderiam somente ao interesse de determinados grupos.

Nesse sentido, o mesmo poder coercitivo que, na visão do interesse público torna a regulação eficiente, representa na visão do interesse privado o motivo pelo qual, diferentes agentes privados estariam interessados em manipular o Estado em benefício próprio. Isto é,

The state-the machinery and power of the state-is a potential resource or threat to every industry in the society. With its power to prohibit or compel, to take or give money, the state can and does selectively help or hurt a vast number of industries. [...]A central thesis of this paper is that, as a rule, regulation is acquired by the industry and is designed and operated primarily for its benefit. Stigler, 1971, p.3

Na verdade, a preocupação com a captura do Estado por grupos de interesse privado é muito antiga. A esse respeito, James Madison, presidente dos Estados Unidos entre 1809 e 1817 observou que *“If men were angels, no government would be necessary. If angels were to govern men, neither external nor internal controls on government would be necessary.”*⁶ Apesar das raízes históricas dessa visão, é a partir dos trabalhos de Stigler (1971), Posner (1974) e Peltzman (1986) que a regulação passa a ser vista por muitos economistas como um produto e, como qualquer outro produto, passa a ser analisada sob a ótica das forças de demanda e oferta (BARTH, CAPRIO & LEVINE, 2006).

Para Stigler (1971), os grupos de interesse que pretendem se beneficiar da regulação atuam através dos partidos políticos e, portanto, devem ser capazes de fornecer recursos e votos. Os recursos podem ser diretos, isto é, contribuições de campanha ou indiretos, como promessas de emprego aos trabalhadores dos partidos políticos. Além disso, os custos associados à legislação seriam proporcionais ao tamanho da indústria, isto é, firmas maiores buscam programas com maior custo de bem-estar à sociedade, por isso enfrentam maior resistência dos grupos afetados.

De acordo com o argumento do autor, o controle de preços é uma das maiores vantagens que um grupo ou indústria pode obter do Estado, até mesmo diante de restrições ou controle à entrada de novos participantes. O exemplo utilizado para ilustrar essa situação é a introdução de limites às taxas de juros pagas pelos bancos comerciais sobre depósitos à vista e contas NOW, conhecido como Regulação Q. A criação do FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) também seria um exemplo de utilização da regulação em favor da indústria, nesse caso, reduzindo a entrada de novos bancos comerciais. Nas palavras do autor,

The power to insure new banks has been used by the Federal Deposit Insurance Corporation to reduce the rate of entry into commercial banking by 60 percent.

⁶ James Madison, “The Federalist n° 51: The Structure of the Government Must Furnish the Proper Checks and Balances Between the Different Departments”, *Independent Journal*, Wednesday, February 6, 1778. Retirado de Novak, 2013, p.25

[...] If the number of firms in the regulated industry is even moderately large, price discrimination will be difficult to maintain in the absence of public support. The prohibition of interest on demand deposits, which is probably effective in preventing interest payments to most non-business depositors, is a case in point. Stigler (1971, p.5-6).

Posner (1974), a partir do trabalho de Stigler (1971), explica que a visão da captura regulatória (*regulatory capture*),

[...] is based on two simple but important insights. The first is that since the coercive power of government can be used to give valuable benefits to particular individuals or groups, economic regulation—the expression of that power in the economic sphere—can be viewed as a product whose allocation is governed by laws of supply and demand. The second insight is that the theory of cartels may help us locate the demand and supply curves. Posner (1974, p.16).

A visão da regulação como um produto, de acordo com os princípios de demanda e oferta, direciona atenção para o valor que a regulação teria para determinados grupos, uma vez que, tudo mais constante, espera-se que um produto seja fornecido àqueles que estão dispostos a pagar mais por ele. Por outro lado, Stigler (1971), defende que

[...] in the very large number industry (e.g., agriculture) the political party itself will undertake the entrepreneurial role in providing favorable legislation. We can go no further than the infirmities of oligopoly theory allow, which is to say, we can make only plausible conjectures such as that the more concentrated the industry, the more resources it can invest in the campaign for legislation. Stigler, 1971, p.13

Mais recentemente, no contexto da crise do *subprime*, Baker (2010) descreve uma “captura regulatória multinível” (*multi level regulatory capture*), especificando quatro mecanismos de captura regulatória: (i) *lobbying*; (ii) grau de influência política (*degree of political salience*); (iii) estrutura institucional (mais especificamente, *revolving doors*); e (iv) a captura intelectual (*intellectual capture*). Com relação ao *lobby* das grandes instituições financeiras, o argumento seria o mesmo apresentado por Stigler (1971), que destaca a maior facilidade de grandes conglomerados em influenciar o processo regulatório. O autor utiliza como exemplo a trajetória da regulação financeira durante os anos 1990 e 2000, que estaria altamente alinhada aos objetivos do setor financeiro, destacando-se, no caso dos Estados Unidos, a extinção da Lei Glass-Steagall.⁷

Sobre o grau de influência política, Baker (2010) explica que, durante períodos de expansão, o público em geral está pouco preocupado com a regulação do sistema financeiro, “*and so the issue has little political salience*” (p. 652); por esse motivo, os grupos interessados em influenciar o processo regulatório teriam mais liberdade.

⁷ Em nível global, o autor também destaca a influência de grandes conglomerados financeiros norte-americanos e ingleses no desenho e nas negociações do acordo de Basileia II.

Sobre a estrutura institucional e a facilidade de intercâmbio de pessoas entre o setor público e privado, o autor explica que essa movimentação acaba por “colonizar” as agências reguladoras resultando em estruturas de incentivo disfuncionais para os reguladores. Nas palavras do autor,

A ‘Wall Street–Washington corridor’ appears to have been in operation in the United States for over ten years, with many Goldman Sachs alumni in particular taking up key public policy posts at the Treasury and the Federal Reserve. Borrowing from the French sociologist Pierre Bourdieu, Johnson refers to the array of personal connections and the relatively narrow social universe these revolving-door connections facilitated as a form of ‘cultural capital’ or belief system, based on a view that what was good for Wall Street was also by definition good for the US. (BAKER, 2010, p.652).

O mesmo raciocínio também está presente na caracterização do mecanismo de captura intelectual, que consiste na promoção e deferência da hipótese de mercados eficientes por “*powerful and charismatic figures such as Alan Greenspan*” (BAKER, 2010, p. 653). O autor conclui que apesar do papel central da captura regulatória no desenrolar da crise financeira internacional, não teria ocorrido um enfrentamento direto e explícito dessa questão.

Em resumo, a visão do interesse privado ou da captura regulatória sustenta que, com o passar do tempo, a regulação passa a atuar em benefício do interesse de determinados grupos e não mais em função do bem estar social. Isto é, embora inicialmente a regulação possa representar uma tentativa de evitar práticas abusivas ou contornar assimetrias de informação, a atuação de grupos de interesse sobre o processo político acaba distorcendo a finalidade inicial de maximização do bem estar social. Becker (1958) compara o processo democrático ideal aos mercados perfeitamente competitivos, e defende que assumir que o processo político funciona conforme prevê a teoria seria tão pouco razoável quanto assumir que os mercados são perfeitos no mundo real.

Especificamente com relação ao setor financeiro, a visão da captura regulatória sugere que os bancos passaram a pressionar os reguladores no sentido de flexibilizar as restrições até então impostas, somente a partir do momento em que se fez sentir a competição com outras instituições financeiras, nacionais e estrangeiras. Os reguladores, por sua vez, podem ser incentivados a apoiar ‘*modern prudential regulation and supervision*’ pelos orçamentos inflados e outros privilégios (BARTH, CAPRIO & LEVINE, 2006, p.43).

De fato, a ideia de captura regulatória aplicada ao setor financeiro descreve diferentes situações nas quais o regulador passa a agir em prol da instituição regulada. Por exemplo, a captura social acontece quando antigos funcionários dos bancos privados passam a

trabalhar como reguladores ou quando os reguladores mantêm relações estreitas com as instituições reguladas. Outra forma de captura regulatória encontrada na literatura diz respeito à captura judicial, na qual o regulador tem problemas para regular porque os advogados das instituições financeiras anulariam qualquer tentativa de regulação. Existe também a chamada captura pecuniária que ocorre quando reguladores aceitam subornos ou cooperam com irregularidades com o objetivo de conseguir empregos no setor financeiro, onde os salários são relativamente superiores.

A ideia de captura regulatória por sofisticação defende que, quanto maior o grau de sofisticação de instituição financeira, mais facilmente essa instituição consegue produzir argumentos contra a regulação que não serão compreendidos pelo regulador. Em outras palavras, a captura regulatória ocorreria porque os reguladores não estariam dispostos a admitir que não compreendem os argumentos, operações ou contratos das instituições financeiras por medo de prejudicar sua reputação (HELLWIG, 2010 e HAKENES; SCHNABEL, 2013). Isso poderia explicar, em parte, o porquê de, apesar do grande esforço internacional em unificar práticas regulatórias, Basileia II não foi capaz de evitar a crise financeira de 2008. Nesse sentido, com relação à abordagem baseada em modelos econométricos e matemáticos para o cálculo dos requisitos de capital, Hellwig (2010) ressalta que,

When the model-based approach to capital regulation was introduced [...] the regulatory community was so impressed with the sophistication of recently developed techniques of risk assessment and risk management of banks that they lost sight of the fact that the sophistication of risk modelling does not eliminate the governance problem which results from the discrepancy between the private interests of the bank's managers and the public interest in financial stability. (Hellwig, p.6, 2010)

Portanto, essa visão entende que processo burocrático inevitavelmente conduziria os reguladores, “*like generals, to fight the last war, rather than prepare for the next one*”. (Idem, 2006, p.46). A dinâmica de forças e influências diante do processo regulatório faz com que “jogo” da regulação nunca termine. Isto é, conforme Backer (2010) explica, enquanto o assunto tem grande relevância política e atrai muita atenção do público, a captura regulatória seria controlada, por exemplo, logo após uma crise financeira. Mas, com o passar do tempo, na medida em que o assunto perde força junto ao público, os grupos de interesse são capazes de influenciar a regulação a seu favor.

As duas visões diametralmente opostas acerca do papel da regulação financeira analisadas até aqui podem ter suas diferenças de certa forma reconciliadas a partir do reconhecimento de que ineficiências podem emergir da regulação. Em verdade, inúmeros exemplos podem

ser citados sobre ineficiência regulatória. Contudo, a existência de ineficiências na prática regulatória não significa que a melhor opção é a ausência de regulação. Ao invés disso, o aprofundamento teórico e a definição clara dos objetivos a serem alcançados, e mais importante, da estrutura do sistema financeiro em questão são pontos fundamentais sem os quais qualquer tentativa de regulação está fadada ao fracasso.

III. HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA

De maneira geral, as duas visões sobre a regulação abordadas até aqui discutem qual seria o papel do Estado na economia considerando a existência de falhas de mercado, inseridas no arcabouço teórico do equilíbrio geral com mercados eficientes. A hipótese de instabilidade financeira (HIF) de Minsky, por outro lado, representa uma tentativa de preencher a lacuna presente tanto na teoria de Keynes quanto na teoria neoclássica de equilíbrio geral: a ausência de uma base teórica formal na qual a discussão sobre regulação prudencial deveria se pautar (KREGEL, 2014). Isto é, pela análise das visões acima, percebe-se que a regulação é encarada mais sob a ótica da discussão do papel do Estado na economia e do desenrolar do processo político, sendo a regulação do setor financeiro muitas vezes encarada como a regulação de qualquer outro setor da economia.

De acordo com a HIF, a natureza do financiamento do investimento privado constitui o mecanismo necessário à possibilidade de ocorrência de crises financeiras. Deste modo, “(...) Investment financing provides the internal mechanism which can trigger a financial crisis. The mechanism is essential to capitalism; there is no need to blame any particular devil for episodes of financial instability”. (MINSKY, 1976, p. 9) Portanto, a HIF explica que o caráter pró-cíclico do fornecimento de crédito, e seu crescente protagonismo na gestão de riqueza e no consumo, acabam fragilizando os arranjos econômicos e aumentando a probabilidade de ocorrência de crises, algo que se opõe frontalmente à hipótese de mercados eficientes, que tem sido base para regulação financeira desde os anos 1990.

Através da hipótese de instabilidade financeira, Minsky explica que “tempos de tranquilidade e segurança são fases transitórias de passagem para a fragilidade financeira”. (MINSKY, 2013, p. 246). Isto é:

“se as expectativas de retorno são confirmadas pela evolução dos fatos, e de novo, e mais uma vez, os agentes fatalmente se perguntarão se as precauções tomadas no início do processo não são excessivas, dada a experiência de que viveram de não precisar delas”. (CARVALHO et. al, 2016, p. 350).

Durante o processo de revisão, nos Estados Unidos, da Lei Glass-Steagall, Minsky atuou como consultor para diversas agências regulatórias. Embora o autor não tenha finalizado uma teoria da regulação financeira, alguns dos trabalhos produzidos à época explicitam sua visão, sobretudo, da regulação macroprudencial. Sobre esse ponto, duas importantes características da abordagem de Minsky se diferenciam da abordagem tradicional. Em primeiro lugar, o autor destacava a necessidade de uma teoria que refletisse a realidade dos mercados e que servisse de base para a regulação financeira. Em segundo lugar, o autor atentava para a necessidade de se compreender o impacto da regulação diante das condições econômicas correntes e mudanças em desenvolvimento no sistema financeiro (KREGEL, 2014).

Assim, é importante contextualizar os trabalhos de Minsky sobre a regulação do sistema financeiro. À época, o sistema financeiro norte-americano era marcado pela compartimentação das instituições e dos tipos de riscos financeiros. Isto é, a partir da reforma financeira da década de 1930, ficou estabelecida a separação de instituições bancárias de acordo com as funções que exerciam. Dessa forma, os bancos comerciais estariam autorizados a captar depósitos à vista e realizar operações de crédito bancário de curto prazo e aos bancos de investimento caberia oferecer crédito de longo prazo, sendo proibidas relações estreitas entre esses dois tipos de instituições (URPIA, 2015). O objetivo dessa medida era impedir os bancos comerciais de se afiliarem a qualquer entidade “*engaged principally*”⁸ na subscrição ou na negociação de valores mobiliários (CARROW, 2002).

Portanto, a regulação do sistema financeiro vista sob a ótica de Minsky, deveria refletir não apenas condições econômicas e expectativas correntes, mas, principalmente, deveria ser “*institution- and theory-specific*”, seguindo uma abordagem macroprudencial (KREGEL, 2014). O que significa que a regulação deve ser constantemente revisitada e adaptada às mudanças que ocorrem no sistema financeiro, estando atenta não somente às instituições individuais (o que seria entendido como “*abordagem microprudencial*”), mas, sobretudo às relações entre as diversas instituições, os tipos de operações e os riscos associados. Dessa forma, a regulação deveria ter como objetivo primordial evitar que sua própria obsolescência bem como seu descolamento das práticas de mercado. Adicionalmente, essa abordagem pretende tornar os Bancos Centrais e os formuladores de políticas, plenamente

⁸ Section 20 of the Glass-Steagall Act. “Engaged principally” diz respeito à principal atividade da instituição. As atividades de subscrição carregam um risco de que o papel não seja totalmente vendido para os investidores. Já a negociação envolve a retenção de títulos para fins de transação. Os bancos de investimento não estariam impedidos de atuar como intermediários (broker-dealers), facilitando a compra e a venda entre partes.

conscientes dos impactos de suas determinações sobre a estabilidade das instituições financeiras, num contexto de constantes mudanças operacionais e institucionais dentro do sistema financeiro.

O principal entendimento de Minsky, portanto, é de que as instituições e as políticas precisam se adaptar à medida que a economia se transforma. O grande problema das instituições estabelecidas em meados do pós-segunda guerra é que, já nos anos 1980s elas não estavam adequadas à realidade macroeconômica (WRAY, 2011). A visão do autor diante da necessidade de reforma à Lei Glass-Steagall no contexto de universalização dos bancos, se aproximava das ideias de era de que o sistema de pagamentos ainda deveria ser priorizado, isto é:

It is obvious that position takers in debt markets, dealing with the assets indirectly owned through financial intermediaries by risk averters, are much more important than position takers in equity markets. The specialist making a market in particular stocks on the major stock exchanges is a position taker whose financing is privately arranged. Unless a catastrophic general decline in equity values is imminent, there is no need to provide him with guaranteed financing in addition to his normal sources. Of course, if the market for equity becomes “closely linked” with debt holding and issuing organizations, then a need to guarantee the refinancing of the borrowers on debt (really of the lenders to the borrowers on debt) is necessary. (MINSKY, 1960, p. 193).

Através da HIF, Minsky também caracteriza o setor financeiro de uma economia capitalista como servo de dois mestres: “one master requires assurance that the financing needed for the capital development of the economy will be forthcoming and the second master requires assurance that a safe and secure payments mechanism will be provided” (KREGEL, 2011, p. 5). Minsky entendia que as *holdings* bancárias pós-reforma da Lei Glass Steagall seriam estruturadas de tal forma que as subsidiárias envolvidas diretamente no sistema de pagamentos estariam completamente separadas das subsidiárias envolvidas nas atividades de financiamento e mercado de capitais. As subsidiárias envolvidas no sistema de pagamentos estariam limitadas às operações com títulos do governo e contas que rendem juros junto ao Federal Reserve.

Esse escopo reduzido de atividades das subsidiárias envolvidas no sistema de pagamentos é chamado de “*narrow banking*” e, conforme Kregel (2011) caracteriza, essa seria uma situação na qual não haveria multiplicador bancário, nem alavancagem e nem mesmo criação de liquidez. Isso porque, através dessa separação, o sistema bancário estaria sujeito, em última instância, a requerimento de 100% sobre depósitos à vista. Assim, o grande estabilizador da economia no contexto do sistema financeiro norte-americano pós-Glass-Steagall seria o “governo grande” (ou *big government*).

Em outras palavras, de acordo com a teoria de Minsky, a mera manipulação de taxas de juros pela autoridade monetária teria uma eficácia bastante limitada, i.e., “lowering rates in a collapse would do little to encourage borrowing and spending if expectations were devastated” (WRAY, p.5, 2011). Por outro lado, o “*big government*” teia papel fundamental em evitar que uma crise financeira se transforme em uma profunda recessão econômica. Através do déficit público o governo seria responsável por estabelecer um piso para a renda do setor privado, o que, por sua vez, impediria a deterioração completa das expectativas devido à incerteza. O “*big government*”, portanto, seria ainda mais relevante no contexto de “*narrow banking*”.

Apesar do reconhecimento da existência de falhas de mercado, a regulação financeira, principalmente a partir da década de 1990, esteve pautada na eficiência dos mercados. Isso fica bastante evidente na liberalização financeira ocorrida em diversos mercados ao redor do mundo e, mais ainda, no acordo de Basileia II. Contudo, diante da crise do *subprime*, originada principalmente nos Estados Unidos e no Reino Unido, a insuficiência dos mercados em lidarem com as perdas se estendeu a economia real e, rapidamente, diversos países entraram em recessão. Portanto, a confiança excessiva que a regulação havia depositado na capacidade das instituições e dos mercados em obter informações e tomar decisões perfeitamente fundamentadas, se mostrou equivocada. A partir de então, se fortaleceu o argumento de que teorias econômicas equivocadas, como, por exemplo, a hipótese de mercados eficientes (FAMA, 1960), potencializou o surgimento de regulações ineficazes que, por sua vez, contribuíram para a crise financeira de 2008 (COLANDER et al., 2009; KRUGMAN, 2009; DYMSKY, 2011; SCHERER & MARTI, 2012; WILLMOTT, 2011).⁹

Para a visão do interesse privado, a segmentação do mercado financeiro norte-americano e a criação do FDIC no contexto da reforma financeira da década de 1930 são interpretadas como resultado da atuação dos próprios bancos comerciais que estariam interessados em limitar a entrada de novas instituições. O teto de taxas de juros, trazido pela regulação Q, é descrito por Stigler (1971) como uma forma de fixação de preços extremamente positiva ao grupo regulado. Assim, de acordo com essa visão, a partir do momento em que essas restrições deixam de ser interessantes aos bancos comerciais, em particular graças à concorrência com outras instituições financeiras possibilitadas pelas inovações e pela entrada de instituições estrangeiras no mercado norte-americano; se inicia um movimento de flexibilização da regulação. No contexto mais recente da crise do *subprime* e de

⁹ Marti and Scherer, 2016, p.298

aprovação e implementação da Lei Dodd-Frank, a discussão sobre captura regulatória voltou a ser uma preocupação. Muitos críticos apontam a demora e sucessivas concessões de maiores prazos como indicadores de que os reguladores na verdade se identificam com a indústria que deveriam regular. Dessa forma, “the concern is that too much delay will ultimately mean that some of the Dodd-Frank rules will never be implemented” (COX; MACEY; NAZARETH, 2013, p. 8).

Por outro lado, à luz da visão do interesse público, é possível interpretar esse movimento como resultado do objetivo maior de maximizar o bem-estar social. Isto é, diante da concorrência com bancos internacionais que estavam sujeitos à regulações distintas, os bancos norte-americanos estariam sendo prejudicados pela segmentação do mercado e pelos tetos de taxas de juros sobre depósitos à vista. Por essa razão, estariam atuando de forma menos eficiente junto a seus clientes. Em verdade, a aprovação do Gramm-Leach Bliley Act, que elimina a segmentação do mercado financeiro norte-americano, contou com respaldo tanto de republicanos quanto de democratas.¹⁰ A segmentação levantava fortes críticas, não apenas com relação à competitividade frente aos bancos estrangeiros, como também com relação à monopolização do mercado de *securities* pelos bancos de investimento.

Finalmente, enquanto as visões do interesse público e privado apresentam maior preocupação com a concepção da regulação e com o jogo de forças políticas e sociais envolvidas no jogo regulatório dentro do arcabouço neoclássico, a visão de Minsky parece estar mais preocupada em desenvolver uma teoria capaz de fornecer um embasamento adequado à regulação do sistema financeiro. Em verdade, todas as visões apresentadas trazem argumentos bastante plausíveis acerca da regulação econômica e, de fato, em certos momentos a regulação parece atender ao interesse público; enquanto que em outros momentos, parece atender aos objetivos de determinados grupos de interesse.

Conforme apresentado, apesar da pouca aplicabilidade ao mundo real da hipótese de mercados eficientes, a regulação predominante desde anos 1990s esteve pautada exatamente nessa crença, fazendo das palavras de Minsky ainda bastante atuais: “If the trust towards instability is to be constrained, economic policy must deal with reality and not the abstractions of neoclassical theory” (MINSKY, 1976, p.10).

¹⁰ O resultado da votação câmara dos deputados foi de 362 a favor e 57 contra. No senado, 90 a 8. Ver Jolina C. Cuaresma, (2002), pág 497, *footnote 1*.

Ao longo da história, parece haver um processo de alternância entre a prevalência da visão do interesse público e a visão do interesse privado sobre a regulação financeira. No próximo capítulo serão discutidos os desdobramentos da regulação financeira norte-americana à luz das teorias de regulação aqui apresentadas.

CAPÍTULO II – O HISTÓRICO DE REFORMAS NO SISTEMA FINANCEIRO NORTE-AMERICANO

Após a crise de 1929, ocorreu nos Estados Unidos uma grande reforma financeira composta pela edição do *Banking Act* de 1933 (também conhecido como Lei *Glass-Steagall*) e outras leis como o *Securities Exchange Act* (1934) e o *Investment Company Act* (1940).¹¹ O cenário que se observava no sistema financeiro norte-americano após a reforma é de compartimentação das instituições e dos tipos de riscos financeiros além de maior poder para o Federal Reserve (FED).¹²

O sistema financeiro norte-americano estava, então, segmentado em: (i) bancos de investimento e empresas de valores mobiliários (*securities firms*), que estavam autorizados a transformar financiamento de longo prazo em formação de capital; (ii) bancos comerciais, que dispunham de fundos provenientes dos depósitos à vista para gerar crédito ao capital produtivo; e (iii) instituições de poupança e crédito (*saving and loans companies*), que atuavam como fundo depositário no financiamento de hipotecas. Essa segmentação forneceu abrigo institucional aos bancos de investimento e lhes permitiu focar exclusivamente no mercado de capitais, valores e de financiamentos internacionais de companhias americanas de serviços públicos. Os bancos comerciais, por sua vez, receberam positivamente as imposições de limites aos pagamentos de juros sobre depósitos à vista – Regulação Q – uma vez que isso reduzia a competição e lhes garantia um suprimento estável de fundos, enquanto as garantias federais afastavam o pânico das corridas bancárias e, dessa forma, liberavam maior parte das reservas bancárias para realização de empréstimos.¹³ Essas medidas proporcionaram, ao mesmo tempo, empréstimos de baixo custo à indústria e lucratividade aos bancos (PANITCH e GINDIN, 2012).

A interpretação, à luz da visão do interesse privado, da reforma financeira dos anos 1930 é de que os reguladores estariam na realidade favorecendo as instituições reguladas através

¹¹ No âmbito da reforma bancária, foi determinada a criação do FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), instituição que garantiria os depósitos bancários por meio de um fundo que seria formado por dinheiro recolhido dos bancos; era mais uma forma de reconquistar a confiança no sistema de depósito. Dessa forma, todos os bancos, membros do Federal Reserve antes ou até 01 de julho de 1934, foram obrigados a se tornar acionistas do FDIC.

¹² Através das reformas de 1933-35, a instituição se tornou capaz de conduzir a política monetária de forma direcionada, através da alteração no nível de reservas e dos mecanismos seletivos de crédito. Os controles seletivos afetam o preço ou quantidade de tipos específicos de crédito, enquanto controles gerais são projetados para afetar o montante agregado de crédito usado. Schreft (1990).

¹³ A regulação Q proibia os bancos comerciais de realizarem o pagamento de juros sobre depósitos à vista. Além disso, as taxas de juros de vários outros tipos de depósitos bancários, como conta de poupança e Now Accounts (*Negotiable Order of Withdrawal*) estariam sujeitas a um teto. As chamadas Now Accounts são, essencialmente, contas de poupança, movimentadas pela emissão de cheques e o banco deve ser informado da movimentação com cerca de sete dias de antecedência

das regras impostas. Por exemplo, o teto de taxas de juros, trazido pela regulação Q, é descrito por Stigler (1971) como uma forma de fixação de preços que é extremamente positiva ao grupo regulado, uma vez que a despesa dessas instituições fica, de certa forma, fixada e a competição se mantém reduzida. Por outro lado, pela visão do interesse público, a única forma de evitar um novo colapso do sistema financeiro que teria consequências graves à economia real seria através dessa regulação mais rigorosa do Estado. Isso porque, somente o Estado, por meio do seu poder coercitivo e legislativo, estaria apto a separar instituições de acordo com o tipo de operações financeiras com as quais elas operam. A essa separação, convencionou-se chamar Lei Glass Steagall, apesar de o nome, em verdade, se referir ao conjunto de reformas introduzido.

Enquanto as décadas de 1950 e 1960 representam momentos de crescimento da economia mundial, a década de 1970 marca um período de grandes instabilidades macroeconômicas às quais diversos países responderam com políticas monetárias restritivas baseadas em aumentos drásticos nas taxas de juros.¹⁴ De acordo com Carvalho et al. (2016), esse ambiente gerou extrema incerteza à operação dos mercados financeiros, o que teria incentivado o desenvolvimento de procedimentos eficazes para a mitigação e administração de riscos. Esse processo, por sua vez, teria constituído importante fonte de inovações financeiras, “notadamente o desenvolvimento e diferenciação de um grande mercado de derivativos”. Paralelamente, intensificam-se as pressões em todos os países, em maior ou menor grau, no sentido de liberalização dos controles sobre os mercados financeiros.

Nos anos 1980, como resultado do processo de globalização financeira, os reguladores passam a se preocupar não apenas com a segurança e solidez das instituições financeiras, mas, também com a competitividade dos bancos americanos em escala global. Nesse contexto, a Regulação Q e a segmentação do sistema financeiro norte-americano, representavam uma anomalia diante do cenário regulatório internacional onde era comum que bancos pudessem atuar em todos os tipos de serviços financeiros. Por essa razão, a Lei Glass-Steagall era frequentemente utilizada como argumento por parte dos bancos norte-americanos para a perda de competitividade de suas atividades, principalmente frente aos bancos estrangeiros.¹⁵ Na busca por maior competitividade, os bancos americanos

¹⁴ Conforme Carvalho *et al.* (2015) ressaltam, o período é marcado pelo fim do padrão ouro em 1971 e, consequentemente, forte volatilidade cambial; pressões inflacionárias em diversos países, mais notadamente nos Estados Unidos; e a ocorrência do primeiro choque do petróleo em 1973.

¹⁵ Apenas em 1978 os bancos estrangeiros passam a ser regulados, com o *International Banking Act*. Antes disso, eles podiam, por exemplo, possuir filiais interestaduais, ao contrário dos bancos nacionais, mas eram

perseguiram constantemente formas de contornar a legislação. Nesse contexto, o desmantelamento da Lei ocorreu de maneira gradual pela liberalização das regulações e pelo constante movimento dos bancos no sentido de contornar as restrições regulatórias.¹⁶

Em 1999, a Lei Glass Steagall foi substituída pelo *Financial Services Modernization Act*, também conhecido como *Gramm-Leach-Bliley Act* (GLBA); com respaldo tanto de Democratas quanto de Republicanos. Sob a nova legislação, passava a ser permitida a afiliação entre bancos e *securities firms*, bem como a criação de *holdings* financeiras que poderiam atuar em uma variedade de atividades. Assim, bancos comerciais, *securities firms* e companhias de seguro não estariam formalmente restritos a um determinado escopo de atividade. A segmentação levantava fortes críticas, não apenas com relação à competitividade frente aos bancos estrangeiros, como também com relação à monopolização do mercado de *securities* pelos bancos de investimento. Funcionalmente, a criação de liquidez pelos bancos de investimento via operações no mercado de valores mobiliários, era comparável a dos bancos comerciais via depósitos à vista. A principal diferença estava na carga regulatória. Com o fim dessa diferenciação, os bancos comerciais passaram atuar de forma semelhante aos bancos de investimento e instituições não bancárias no que diz respeito às atividades especulativas.

Paralelamente à liberalização financeira, ocorreu um processo de desintermediação no qual os bancos passam a atuar mais como promotores e corretores do que como intermediários de crédito. Nesse sentido, a securitização descreve um processo de desintermediação no qual ocorre a divisão e venda de empréstimos bancários a investidores que dispõe de elevadas somas de recursos, com o objetivo de dispersar os riscos associados (“*deep-pocketed investors*”) (ADRIAN and SHIN, 2009). Em geral, os investidores que dispõe de elevadas somas de recursos financeiros são investidores institucionais (fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras etc.).

impedidos de competir por depósitos de "varejo" por não estarem sob a rede de proteção do FDIC. Por meio dessa nova legislação, os bancos estrangeiros ficavam sujeitos às mesmas regras de recolhimento compulsório e de abertura de filiais interestaduais que os bancos americanos. Contudo, os bancos estrangeiros continuaram não sujeitos à Regulação Q (Segala, 1979).

¹⁶ Em 1980 foi assinada a Lei de Desregulamentação e Controle Monetário das Instituições Depositárias (DIDMCA). A legislação estabeleceu um comitê para supervisionar a eliminação completa de tetos de taxas de juros (Regulação Q) dentro de seis anos. Em 1986, o Federal Reserve permitiu que as *holdings* bancárias passassem a subscrever patrimônios e dívidas – que não os previamente elegíveis - através de suas filiais ou subsidiárias bancárias. Inicialmente, a seção 20 do Glass-Steagall Act previa que as subsidiárias e afiliadas das *Holdings Bancárias* pudessem subscrever dívidas e patrimônios “inelegíveis” em até 10% de suas receitas totais. Em 20 de dezembro de 1996, esse percentual foi modificado, permitindo que 25% das receitas das subsidiárias fossem destinadas a esse tipo de operação. (Cyree, 2000).

I. As consequências da liberalização e a crise *subprime*

Conforme analisado na seção anterior, a liberalização financeira ocorrida a partir do final dos anos 1970 impôs enormes transformações às finanças norte-americanas, o que resultou no predomínio crescente dos mercados financeiro e de capitais. Considerando o caráter pró-cíclico do fornecimento de crédito identificado por Minsky, seu crescente protagonismo na gestão de riqueza e no consumo acaba fragilizando os arranjos econômicos e aumentando a probabilidade de ocorrência de crises.

Cintra e Farhi (2009) salientam que, desde o início dos anos 2000, passaram a ocorrer três movimentos simultâneos e complementares. Primeiramente, os bancos comerciais, sujeitos à regulação prudencial e ao acirramento da concorrência, aumentaram expressivamente o volume de crédito concedido. Destaca-se que, isso somente seria possível, sem a violação das disposições de Basileia, com a “retirada” de ativos dos balanços dos bancos. Em segundo lugar, os bancos comerciais passaram a atuar como administradores de fundos de investimento, além de oferecer serviços de gestão de ativos e seguros financeiros (*hedge*) – atuando no mercado de derivativos. Adicionalmente, passaram também a ofertar linhas de crédito para emissões de *commercial papers* e outros títulos de dívida no mercado de capitais.¹⁷ O terceiro movimento se refere à grande variedade de instituições que passaram a desempenhar papel semelhante ao dos bancos comerciais sem que estivessem sujeitas à mesma estrutura regulatória e, portanto, sem disporem de reservas de capital similares.

Embora fuja do objetivo deste trabalho analisar os acordos de Basileia, é importante destacar que, em 1988, em meio ao processo de liberalização financeira, surge Basileia I, cujo objetivo principal era, nas palavras de Carvalho (2016, p.16), “o nivelamento do campo de jogo, na expressão americana, [da] concorrência entre grandes bancos”.¹⁸ Pouco ou nenhum esforço foi feito no sentido de explorar os fundamentos da necessidade de composição de capital próprio dos bancos ou qual seria o nível ótimo a ser mantido. Ao contrário, “the modus operandi then developed was to hold a round-table discussion of current practice in each member state with the objective of reaching an agreement on which practice was ‘best’, and then to harmonize on that.” (GOODHART, 2010, p. 165).

¹⁷ Os chamados *commercial papers* consistem em notas promissórias, sem garantias, e com vencimento fixo.

¹⁸ Goodhart (2011) destaca ainda que à época, o congresso norte-americano queria elevar os requisitos de capital dos bancos devido à preocupação de os bancos americanos poderiam se tornar insolventes graças às crises de dívida de México, Argentina e Brasil em 1982. Nas palavras do autor, “Congress wanted to impose higher capital regulations on US banks, but was deterred by the ‘Level Playing Field’ argument that any unilateral move would just shift business to foreign, especially to Japanese, banks. Hence the appeal to the BCBS [Basel Committee on Banking Supervision]”.

Nos anos 2000, foi formulado o acordo chamado de Basileia II que trata de outros riscos bancários para além o risco de crédito, foco principal de Basileia I. Segundo Goodhart (2010), à época, os bancos comerciais rejeitaram a abordagem do Comitê com o argumento de que eles próprios dispunham de metodologia muito mais adequada de gerenciamento de risco, conhecida como VaR (*Value at Risk*).¹⁹ Implicitamente, acreditava-se que, se todos os bancos copiassem os “melhores”, então o sistema como um todo estaria seguro; destaca-se o caráter microprudencial implícito nesse tipo de abordagem. Isto é, o objetivo por trás dessa abordagem, pautada na ideia de equilíbrio parcial, é evitar a ocorrência de falências custosas de instituições de forma individual, acreditando que assim o sistema como um todo estaria seguro. A elaboração dos modelos de gerenciamento de riscos ficou a cargo de cada instituição, cabendo às autoridades regulatórias aprovar ou não esses modelos.

É importante atentar para o fato de que, as preocupações de gerenciamento de riscos de bancos individuais são, e devem ser, diferentes daquelas dos reguladores. Portanto, a principal falha da estratégia regulatória que prevaleceu até a crise de 2008 está no entendimento de que, ao serem minimizados individualmente os riscos das instituições, o risco sistêmico estaria, conseqüentemente, controlado. De acordo com Goodhart (2011), o “*tail risk*” que não é capturado pelos modelos VaR deveria ser a preocupação dos reguladores:

A banker wants to know what his/her individual shock is under normal circumstances, 99% of the time. If any extreme shock occurs, it will, the banker may assume, be for the authorities to respond. The VaR measure is well designed for normal conditions but it does not handle tail risks adequately (see Danielsson 2002). It is the tail risk of such extreme shocks that should worry the regulator. [...] Under most measures of individual risks, each individual bank had never seemed stronger, as measured by Basel II and Mark-to-market accounting, than in July 2007, on the eve of the crisis; Adair Turner emphasizes that CDS spreads on Banks generally reached their all-time minimum then (Goodhart, 2011, p.166. Grifos meus).

De forma bastante resumida, o processo gerador da crise financeira se deu através da interação entre instituições financeiras reguladas (bancos universais, de investimento e hipotecários), displicentemente reguladas (seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimento) e não reguladas (*hedge funds, private equity funds* e veículos especiais de investimento (*special investment vehicles, SIV*)).

¹⁹ Os modelos VaR são modelos estatísticos que medem e quantificam a distribuição do risco financeiro de uma empresa ou portfólio para um determinado período.

As operações dos bancos universais com as demais instituições financeiras nos opacos mercados de balcão tinham, sobretudo, o objetivo de retirar o risco de crédito de seus balanços sem que fosse necessário manter as reservas de capital requeridas pelos Acordos de Basileia. Para tanto, utilizaram-se de diversos instrumentos como, títulos de securitização de crédito com rendimentos atrelados aos reembolsos dos empréstimos devidos pelos tomadores de crédito, veículos especiais de investimento (SIV), além de proteção contra riscos de crédito adquirida nos mercados de derivativos. Naturalmente, esse processo somente foi possível porque outros agentes estavam dispostos a assumir a contraparte dessas operações. Esse conjunto de agentes formava o chamado *global shadow banking system* ("sistema bancário global às sombras" ou paralelo): "Um conjunto de instituições que funcionava como banco, sem sê-lo, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos" (CINTRA; FARHI, 2009, p. 30).

II. Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores

Em geral, após uma crise financeira, as autoridades se articulam no sentido de redesenhar as normas a fim de impedir que falhas regulatórias resultem em comportamento irresponsável dos participantes do mercado financeiro. O acordo de Basileia III evidencia a interpretação das autoridades regulatórias internacionais com relação à insuficiência da regulação vigente até então em assegurar a estabilidade sistêmica. Sob a mesma lógica, ocorrem também nos Estados Unidos esforços regulatórios nacionais que tomam a forma da Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores aprovada com o objetivo de:

To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end 'too big to fail', to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes (USA, 2010, p. 2).

A Lei Dodd-Frank constitui um documento de mais de 800 páginas e que contém 16 Títulos, sancionado pelo presidente Barack Obama em 21 de julho de 2010. Conforme Anbima (2011) destaca, trata-se de um esforço regulatório extremamente ambicioso em sua cobertura que inclui práticas de mercado, áreas de atuação de instituições financeiras privadas, atribuições de reguladores etc. A seguir serão analisadas algumas das principais disposições presentes na lei.

Cinco principais objetivos foram atribuídos à reforma regulatória neste documento, a saber: (i) supervisão e regulação robusta das instituições financeiras; (ii) supervisão abrangente dos mercados financeiros; (iii) proteger consumidores e investidores de posturas e práticas abusivas por parte das instituições financeiras; (iv) proporcionar ferramentas adequadas às instituições regulatórias a fim de preservar a estabilidade do sistema; e (v) elevar os padrões regulatórios internacionais bem como melhorar a cooperação internacional. Portanto a maior parte do que viria a ser a Lei Dodd Frank já estava presente nessa proposta. Por exemplo, esse documento já previa a liquidação ordenada de instituições consideradas sistemicamente importantes pelo FDIC, bem como a criação do Consumer Financial Protection Bureau e a regulação mais abrangente dos derivativos de balcão.

II.1. Estabilidade sistêmica

Conforme apresentado, a abordagem microprudencial se mostrou incapaz de assegurar a estabilidade sistêmica diante dos eventos de 2007/08. Conseqüentemente, a Lei Dodd-Frank confere grande ênfase ao “risco sistêmico”. Embora não haja na literatura econômica uma definição de risco sistêmico universalmente aceita (MARTINS, 2019), à luz da Lei Dodd-Frank, entende-se por risco sistêmico “*the risk that the inability of one participant in a payment system, or in the financial markets, to meet obligations when due will cause other participants to fail to meet their obligations when due*” (BIS, 1989, p. 10 *apud* MARTINS, 2019, p.61). Diante de tal interpretação, os reguladores entendem que o risco sistêmico deve ser mitigado através das chamadas *medidas macroprudenciais*. Hanson, Kashyap e Stein (2011) definem a abordagem macroprudencial da seguinte forma: “an effort to control the social costs associated with excessive balance sheet shrinkage on the part of multiple financial institutions hit with a common shock” (p. 5).²⁰

Em termos gerais, os reguladores macroprudenciais devem estar preocupados com pelo menos dois tipos de riscos. O primeiro tipo abrange aspectos da estrutura do sistema financeiro – tais como lacunas na cobertura regulatória ou a evolução do sistema bancário paralelo – que apresentam riscos contínuos à estabilidade financeira. A segunda classe de

²⁰ Segundo a lógica da abordagem microprudencial, quando um banco se encontra abaixo do requerimento de capital exigido, ele pode retornar a esse nível de duas formas: **i**) arrecadando capital junto ao mercado ou **ii**) encolhendo sua base de ativos. De ambas as formas, o que importa é que a probabilidade de falência é trazida de volta ao nível tolerável, e é essencialmente isso que importa ao regulador microprudencial. Essa indiferença faz sentido quando se considera um banco de forma individual; se ele opta por encolher seus ativos, outros bancos podem adquiri-los. No entanto, se uma grande parcela do sistema financeiro está em dificuldade, uma tentativa simultânea de encolher ativos por parte de muitas instituições representa sérios riscos à estabilidade econômica.

riscos diz respeito aos riscos que variam ao longo do tempo com circunstâncias financeiras ou econômicas, tais como amplos acúmulos de alavancagem em períodos de expansão e que poderiam ter consequências desestabilizadoras (BERNANKE, 2010). O ponto central é que os reguladores precisam estar atentos a todos os canais pelos quais instituições financeiras, estejam elas ou não sob a garantia de autoridades monetárias, possam causar danos.²¹

Considerando a dificuldade de definição a priori de manifestações concretas de risco sistêmico, a Lei Dodd-Frank determinou a criação do *Financial Stability Oversight Council*, (FSOC), presidido pelo secretário do Tesouro e composto por outros oito membros, representantes de todos os órgãos de regulação e supervisão financeira dos Estados Unidos.²² Conforme estabelecido pela Lei, o Conselho fornece, pela primeira vez, monitoramento unificado da estabilidade do sistema financeiro norte-americano, com o objetivo de:

(A) to identify risks to the financial stability of the United States that could arise from the material financial distress or failure, or ongoing activities, of large, interconnected bank holding companies or nonbank financial companies, or that could arise outside the financial services marketplace; (B) to promote market discipline, by eliminating expectations on the part of shareholders, creditors, and counterparties of such companies that the Government will shield them from losses in the event of failure; and (C) to respond to emerging threats to the stability of the United States financial system (USA, 2011, Título I, subtítulo A, sec.112).

O Título I da Lei Dodd-Frank (também referido como *Financial Stability Act of 2010*), nas seções 113 e 117, confere ao FSOC autoridade para classificar as instituições financeiras, sejam elas bancárias ou não, de acordo com sua relevância sistêmica (*systemically important financial institution*, SIFI). A lei determina que instituições cujo total de ativos consolidados for igual ou superior a U\$50 bilhões estejam sujeitas à supervisão adicional pelo *Federal Reserve Board of Governors*, além da imposição de regulações prudenciais.²³ Destaca-se que instituições envolvidas na infraestrutura do funcionamento dos mercados financeiros, isto é, aquelas envolvidas nas atividades de pagamentos, transferências,

²¹ Hanson, Kashyap, Stein (2011).

²² Composição do FSOC: Board of Governors of the Federal Reserve System; Commodity Futures Trading Commission; Federal Deposit Insurance Corporation; Federal Housing Finance Agency; National Credit Union Administration; Office of the Comptroller of the Currency; Securities and Exchange Commission; Consumer Financial Protection Bureau.

²³ A seção 117 trata especificamente de instituições financeiras bancárias e se aplica a qualquer entidade que estava dentro da classificação de holding bancária cujos ativos totais consolidados somavam U\$ 50 bilhões em 01 de Janeiro de 2010, e que receberam assistência financeira através do “Capital Purchase Plan” estabelecido durante o *Troubled Asset Relief Program*. Caso alguma instituição sujeita à seção 117 deixe de ser uma holding bancária, ela será tratada como instituição financeira não bancária e, portanto, estará sujeita à supervisão pelo Federal Reserve de acordo com a seção 113. Contudo, vale ressaltar que tal entidade pode recorrer da classificação conferida pelo FSOC.

compensações e liquidações de operações – as chamadas *financial market utilities*, FMU – também podem ser classificadas como sistemicamente importantes pelo FSOC.

As normas prudenciais se destinam, portanto, às instituições não financeiras supervisionadas pelo *Federal Reserve Board of Governors*, às grandes e interconectadas *holdings* bancárias e às instituições ligadas à infraestrutura do mercado financeiro (as FMU).²⁴ A Lei Dodd-Frank determina que tais normas devam conter: (i) requisitos de capital ponderados pelo risco e limites de alavancagem; (ii) requisitos de liquidez e de capital contingente; (iii) requisitos gerais de gerenciamento de riscos; (iv) planos de resolução e relatórios de exposição de crédito; (v) limites de concentração; (vi) limites ao endividamento de curto prazo; e (vi) requisitos gerais de gerenciamento de riscos (*overall risk management requirements*).

A seção 121 da Lei Dodd-Frank trata da mitigação de riscos à estabilidade financeira. De acordo com essa seção, se uma instituição classificada como sistemicamente importante for entendida pelo *Federal Reserve Board of Governors* como uma grave ameaça (“*grave threat*”) à estabilidade sistêmica dos Estados Unidos, podem ser impostas restrições às operações de tal instituição. As restrições previstas são: (i) limites à fusão e aquisição, ou qualquer tipo de afiliação com outra companhia; (ii) restrições à oferta de produtos financeiros; (iii) determinar o encerramento de uma ou mais atividades; (iv) impor condições à condução de uma ou mais atividades da instituição. Ademais, caso as autoridades entendam que as ações mencionadas não são suficientes para mitigar os riscos à estabilidade, pode ser exigida a venda ou transferência de ativos (ou de itens fora do balanço, “*off-balance-sheet*”) para entidades não afiliadas.

Destaca-se também a atribuição ao *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) de *Orderly Liquidation Authority* (OLA), prevista no Título II da Lei Dodd-Frank. De acordo com essa seção, o FDIC passa a ter autoridade de estabelecer a liquidação ordenada das instituições não depositárias que ameacem a estabilidade financeira. Tal determinação vem como resposta à ausência de um panorama legal comum às instituições insolventes,

²⁴ A Lei Dodd-Frank define *holdings* bancárias de acordo com o Banking Holding Act de 1956. Portanto, é entendida como *holdings* bancárias qualquer empresa que tenha controle sobre qualquer banco ou qualquer instituição que venha a se tornar um banco em virtude do Banking Holding Company Act de 1956. Além disso, a lei determina que “ter controle sobre uma empresa” se refere ao controle, direto ou indireto, sobre 25% ou mais de qualquer classe de ativos com direito a voto. Além disso, o Título I da Lei Dodd-Frank, define “instituições financeiras não bancárias” como qualquer empresa, doméstica ou estrangeira, que não seja qualificada como *holding* bancária, que esteja “predominantemente envolvida em atividades financeiras”.

depositárias e não depositárias, cuja falência e resolução acarretariam graves consequências à estabilidade financeira dos Estados Unidos.²⁵ A necessidade desse panorama legal comum ficou evidente no caso do Lehman Brothers, em que o Federal Reserve argumentou que não dispunha de mandato para agir em tal situação (KREGEL, 2011).

II.2. *Shadow Banking System e a regulamentação da securitização*

A difusão das operações de securitização bem como o crescimento dos investidores institucionais, permitiu a ampliação das operações financeiras desintermediadas, e, portanto, do *shadow banking system*, que muitos colocam como elemento central da crise financeira.

O *Financial Stability Board* (FSB) define *shadow banking system* da seguinte forma: “credit intermediation involving entities and activities (fully or partly) outside of the regular banking system” (FSB, 2012, p.1). O termo *market based finance* também é utilizado para se referir a tais atividades. Estruturas como os *Special Purpose Vehicles* (SPV), junto com os fundos de hedge, fundos de private equity, fundos mútuos, fundos do mercado monetário (*money market funds*), *Broker-Dealers*, *Structured Investment Vehicles* (SIV), compõe esse sistema de atividades “*offsheet*”. Nos Estados Unidos, somam-se os bancos regionais especializados em crédito hipotecário (que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase-públicas (Fannie Mae e Freddie Mac), criadas com a finalidade de prover liquidez ao mercado imobiliário (CINTRA; FARHI, 2009). Os agentes do sistema bancário “às sombras” tinham, nos mercados de balcão, seu principal palco de interação.

Com relação às atividades de securitização, um importante aspecto trazido pela Dodd-Frank é ideia de “manter a pele em jogo” (*skin in the game*). Nesse sentido, a seção 941 (b) da Lei Dodd-Frank obriga instituições subscritoras a manterem não menos que 5% do risco de crédito de qualquer ativo por elas comercializado sob a forma de instrumentos como ABS (*Asset Backed Securities*).²⁶ Além disso, ficam proibidas operações de hedge ou qualquer tipo de transferência desse percentual de risco. A lei também prevê maior transparência na

²⁵ De acordo com o Federal Deposit Insurance Act de 1950, o FDIC tem autorização para assumir uma instituição depositária em situação de estresse financeiro ou falência. No entanto, no caso das holdings bancárias, o processo de liquidação e encerramento, ou de reorganização da instituição, se dava sem a interferência ou apoio do FDIC.

²⁶ No que confere à Lei Dodd-Frank, ABS são definidos como “*a fixed-income or other security collateralized by any type of self-liquidating financial asset (including a loan, a lease, a mortgage, or a secured or unsecured receivable) that allows the holder of the security to receive payments that depend primarily on cash flow from the asset*” (seção 491(a)).

divulgação de informações sobre ABS ao público; a seção 942 prevê que a SEC exija do emissor de determinada ABS, informações sobre cada *tranche* ou classe de ativos que a compõe.

Essa medida está responde à má qualidade das subscrições realizadas, principalmente aquelas relacionadas a hipotecas, e a relação entre esse processo e a possibilidade de securitização total do risco. O objetivo de se propor essa abordagem é alinhar os incentivos do emissor de uma *security* aos do proprietário final do papel. Exceções se aplicam aos emissores de *securities* que obedeçam a critérios mínimos de subscrição, a serem definidos pelo regulador federal correspondente; esses estarão isentos do requisito mínimo de retenção de risco.²⁷

Com relação às operações no mercado de balcão, um importante aspecto da Lei Dodd-Frank é a exigência de que contratos de derivativos passem a ser liquidados a partir de câmaras de compensação. Além disso, para contornar a opacidade característica desse tipo de mercado, passou a ser exigido o registro dos contratos envolvidos nas operações.²⁸

II.3. *Agências de Classificação de Riscos*

Em 2006, o Congresso já havia aprovado o “*Credit Rating Agency Reform Act*” que conferiu a SEC autoridade para estabelecer um programa de registro e supervisão das agências de rating. As agências supervisionadas recebiam o título de *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs). De acordo com as regras, as NRSROs registradas deveriam, entre outras coisas, tornar certas divulgações públicas, fornecer relatórios financeiros à Comissão, estabelecer e aplicar procedimentos para gerenciar o manuseio de informações materiais não públicas além de divulgar e gerenciar conflitos de interesse. Contudo, a seção 15E(c)(2) dessa lei expressamente proíbe a SEC de regular os procedimentos ou metodologias pelas quais as NRSROs atribuíam suas classificações.

²⁷ Nesse caso, por regulador federal correspondente, refere-se ao *Office of the Comptroller of the Currency*, ao *Board of Governors of the Federal Reserve System*, e ao *Federal Deposit Insurance Corporation*; conforme determinado na seção 941 da Lei Dodd-Frank.

²⁸ O Title VII da Lei Dodd-Frank, confere ao CFTC (Commodity Futures Trading Commission), autoridade de regular contratos de swaps; ao SEC cabe a regulação de security-based swaps e, às duas agências, de forma conjunta, cabe a regulação de swaps com características “mistas” (*swaps with mixed characteristics*). *Swaps e security-based swaps* que necessitem de compensação devem estar submetidos a câmaras de compensação (*derivatives clearing*) registradas. Especificamente no caso de contratos de swap ou *security-based swap*, a negociação deve ser realizada em *Swap Execution Facilities* (instituições criadas pela Dodd-Frank e que devem ter registro junto às respectivas agências reguladoras) (Baker, 2016).

Apesar dessas determinações, as agências de classificação de risco estiveram no epicentro da crise financeira de 2008. Além de não terem sido capazes de medir adequadamente o risco de crédito dos papéis securitizados; os conflitos de interesse gerados entre elas e os emissores desses papéis ficaram evidentes.

Sendo assim, em 2012, sob determinação da Lei Dodd-Frank, foi criado o *Office of Credit Ratings* (OCR), que deve auxiliar a SEC na supervisão das agências de classificação de risco registradas na Comissão como NRSROs. A Lei exige que o OCR realize um exame de cada NRSRO pelo menos uma vez por ano, e disponibilize ao público um relatório anual resumindo as informações obtidas. O título IX da Lei Dodd-Frank confere ainda, autoridade ao OCR para multar as agências de classificação de risco. Adicionalmente, a SEC passa a ter autorização para prescrever regras relacionadas à transparência dos procedimentos utilizados pelas NRSROs, com o objetivo de proteger os investidores e o interesse público.

Uma parte fundamental das exigências da Lei Dodd-Frank diz respeito à estrutura das agências de rating. Cada NRSRO deve ter um corpo de diretores dos quais, metade corresponde a membros independentes. É exigido ainda que cada uma dessas instituições aponte um “*compliance officer*” que estaria proibido de atuar na classificação de riscos ou em “*marketing and sales activities*”.²⁹ Fica também proibida a associação da remuneração do “*compliance officer*” ao desempenho financeiro da agência. O objetivo é, notadamente, assegurar a independência desse funcionário/departamento. Outro ponto muito importante é a determinação de que as agências federais excluam de todas as referências, a classificação de risco de crédito dos demais esquemas estatutários.³⁰ Além disto, todas as agências federais terão de introduzir nos seus regulamentos outros padrões de capacidade creditícia em substituição à classificação de risco de crédito. Essas exigências visam eliminar a excessiva confiança dos agentes nas classificações de risco de crédito; contudo, destaca-se que, atualmente, esse processo ainda está incompleto.

²⁹ Antes, as agências de classificação de crédito que não possuíam políticas e procedimentos para gerenciar os conflitos entre ela própria e a instituição contratante do serviço de classificação. Dessa forma, “*sales and marketing concerns*” influenciavam a atribuição de ratings.

³⁰ Esquemas Estatutários representam planos de ação sobre um tópico específico previsto em estatuto. Estão incluídas nesta designação a Federal Deposit Insurance Act, a Federal Housing Enterprise Financial Safety and Soundness Act, a Investment Company Act e a Securities and Exchange Act (Kregel, 2012).

II.4. *Proteção a Consumidores*

O Título X da lei Dodd-Frank cria uma nova entidade reguladora, *Bureau of Consumer Financial Protection* (BCFP), cuja atuação deve se dar de forma conjunta, porém não subordinada, ao Federal Reserve. O BCFP deve atuar como regulamentador e fiscalizador contra “*unfair, deceptive, abusive, or otherwise prohibited practices relating to most consumer financial products or services*”. O presidente desta agência deve ser nomeado pelo presidente dos Estados Unidos.

O BCFP deve prevenir a ocorrência de empréstimos predatórios, garantir que os contratos financeiros sejam simples e de claro entendimento aos consumidores além de promover esclarecimento e educação financeira. Ademais, com a criação do BCFP as atividades de fiscalização do cumprimento das leis financeiras e de proteção ao consumidor passam a estar centralizadas. Com relação aos contratos de hipotecas, a Dodd-Frank expande o escopo do *Home Mortgage Disclosure Act* (HMDA) de 1975, criado com o objetivo de

provide the public with loan data that can be used: (i) to help determine whether financial institutions are serving the housing needs of their communities; (ii) to assist public officials in distributing public-sector investment so as to attract private investment to areas where it is needed; and (iii) to assist in identifying possible discriminatory lending patterns and enforcing antidiscrimination statutes.

Especificamente, a Dodd-Frank adiciona à seção 304(b)(4) um novo requisito que se refere à idade dos requerentes de empréstimo e hipotecários. Além disso, também foi adicionada nova seção exigindo informações de custo total de empréstimos e taxas; a diferença entre a taxa anual (APR) associada ao empréstimo e uma taxa de referência para todos os empréstimos (spread da taxa); o valor do imóvel a ser dado em garantia; o prazo do empréstimo e de qualquer taxa de juros introdutória sobre o empréstimo; a presença de cláusulas contratuais que permitem pagamentos não amortizáveis; o canal através do qual a aplicação foi feita; e as pontuações de crédito dos candidatos e hipotecários. O BCFP também está autorizado a demandar, caso julgue necessário, “*a unique identifier that identifies the loan originator, a universal loan identifier (ULI), and the parcel number that corresponds to the real property pledged as collateral for the mortgage loan*”, entre outras informações.

III. Estágio de implantação da Lei Dodd-Frank e retrocesso regulatório

Tendo em vista os principais pontos abordados pela reforma financeira pós-crise de 2008, uma implicação inevitável, segundo Carvalho (2011) seria o encarecimento dos recursos

financeiros e a redução da atividade. “*De fato, isso não deveria surpreender, já que as reformas foram definidas exatamente com estes fins em vista*” (CARVALHO, 2011, p. 31). Considerando as dimensões desses impactos sobre uma economia já fragilizada, o período de introdução das novas regras foi de, em média, cinco anos. Esse período foi considerado suficiente para que os reguladores definissem os procedimentos operacionais estabelecidos em Lei, e para que as instituições se enquadrassem à nova institucionalidade. Em 2019, completam-se oito anos da aprovação da Lei Dodd-Frank; nesta seção será analisado o estágio de implementação das principais medidas apresentadas anteriormente.

Adicionalmente, destaca-se que desde sua aprovação, a Lei Dodd-Frank é vista, tanto por republicanos quanto por alguns democratas, como prejudicial a instituições de pequeno e médio porte que não tiveram papel relevante na crise de 2008. É interessante notar, no entanto, que as instituições de pequeno e médio porte já estavam excluídas de grande parte da regulação prudencial presente da Dodd-Frank.

Para a administração sob o comando do presidente Donald Trump, a diminuição da carga regulatória representa uma diretriz de governo. Nesse sentido, Steven Mnuchin, nomeado secretário do Tesouro por Donald Trump, emitiu em 2017, um relatório no qual recomendava uma abordagem alternativa – “*regulatory off-ramp*” – com relação aos requisitos de capital e liquidez até então propostos.³¹ Dando continuidade ao “alívio regulatório” (*regulatory relief*), em Maio de 2018, “*In a rare demonstration of bipartisanship, the House voted 258-159 to approve a regulatory rollback that passed the Senate this year (...)*”.³² Finalmente, em outubro de 2018, o presidente Donald Trump sancionou o *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act*; “*(...) To promote economic growth, provide tailored regulatory relief, and enhance consumer protections, and for other purposes*” (USA, Public law 115-174). Essa lei traz uma série de alterações ao texto da Dodd-Frank, que serão também apresentadas nessa seção.

³¹ Nas palavras do relatório: “*An alternative approach for providing regulatory relief that should be considered would be to establish a “regulatory off-ramp” from all capital and liquidity requirements, nearly all aspects of the Dodd-Frank’s enhanced prudential standards and the Volcker Rule for depository institution holding companies and insured depository institutions. This approach would require the institution to elect to maintain a sufficiently high level of capital, such as a 10% non-risk-weighted leverage ratio, consistent with H.R. 10, the Financial CHOICE Act*”. Mnuchin (2017, p. 52).

³² Rappeport, A., and E. Flitter. “Congress approves first big Dodd–Frank rollback.” The New York Times 22 (2018).

III.1. Estabilidade Sistêmica: Instituições Sistemicamente Importantes, Testes de Estresse e Requisitos de Capital

Conforme apresentado, a Lei Dodd-Frank direciona as normas prudenciais de acordo com o tamanho ou importância sistêmica das instituições. Aquelas instituições designadas pelo FSOC como SIFI estão sujeitas a requisitos adicionais de supervisão como, planos de resolução – ou *living wills*; *company-run* e *supervisory stress testing*; requisitos de capital e alavancagem em conformidade com Basileia III; alguns requisitos adicionais de gerenciamento de risco além de *liquidity stress testing and buffer requirements*. Com relação aos testes de stress, a Lei Dodd-Frank prevê dois tipos: (1) realizados pelas autoridades regulatórias (“*by the Board of Governors*”), que se aplica às SIFIs; (2) realizados pelas próprias instituições financeiras de acordo com diretrizes estabelecidas pelos reguladores (“*company-run stress test*”), que se aplica às instituições cujos ativos consolidados somem mais de US\$10bi.

A Lei Dodd-Frank estabelece também que a fiscalização e normatização desses requisitos ficariam a cargo das respectivas agências reguladoras. Dessa forma, o FDIC estaria responsável pela aplicação dos testes de estresse aos “*state nonmember banks and state savings associations*” cujo total consolidado de ativos fosse superior a US\$10 bilhões. O Federal Reserve estaria responsável pelas *Banking Holding Companies (BHC) and nonbank financial institutions designated by the FSOC* cujo total consolidado de ativos fosse superior a US\$50 bilhões; e o *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)* estaria responsável pela aplicação aos *national banks and federal saving associations* cujo total consolidado de ativos fosse superior a US\$10 bilhões.³³

Nos testes de estresse, em geral, são realizadas projeções sobre os balanços das instituições, RWAs (*risk weighted assets*), renda líquida, níveis de capital em cenários de estresse, além de taxas de capital regulatório para um horizonte de planejamento de nove trimestres. As projeções se baseiam em três cenários de estresse: base, adverso e severamente adverso (*baseline, adverse* e *severely adverse*); e consideram variações em indicadores como PIB, taxas de juros de curto e longo prazo, *mortgage rate*, entre outros.³⁴

³³ As Credit Unions com mais de \$10 bi em ativos também estão sujeitas aos testes de estresse a serem coordenados pela National Credit Union Administration (NCUA).

³⁴ A descrição dos cenários considerados na avaliação realizada pelo Federal Reserve em 2018 está disponível em: <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/files/bcreg20180201a1.pdf>

Com relação às instituições financeiras não bancárias, entre 2013 e 2014, quatro foram classificadas como sistemicamente importantes – American International Group, General Electric Capital Corporation, Prudential Financial e MetLife. Em 2016 a General Electric Capital Corporation perdeu esse status, em 2017 foi a vez da American International Group (AIG), e em 2018 MetLife e Prudential também perderam esse status. Portanto, atualmente, nenhuma dessas instituições está sujeita aos requisitos macroprudenciais de planejamento de capital e testes e estresse. Apesar disso, AIG, MetLife e Prudential aparecem entre as dez primeiras em termos de risco sistêmico de acordo com a medida chamada “SRISK” desenvolvida por Acharya et al. (2011, 2012) e Brownlees and Engle (2011, 2017). Essa medida reflete

*(...) the expected capital shortfall of a financial entity conditional on a prolonged market decline. SRISK is a function of the size of the firm, its degree of leverage, and its expected equity loss conditional on the market decline, which we call Long Run Marginal Expected Shortfall (LRMES). The measure can readily be computed using balance sheet information and an appropriate LRMES estimator. SRISK is used to construct rankings of systemically risky institutions: **Firms with the highest SRISK are the largest contributors to the undercapitalization of the financial system in times of distress.** Brownlees and Engle (2016), grifos meus.*

Com a aprovação do *Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (Economic Growth Act)*, são estabelecidas diversas alterações ao texto da Lei Dodd-Frank, em especial, à seção 165, que trata dos requisitos macroprudenciais para instituições financeiras não bancárias e certas holdings bancárias.

Sobre a classificação automática como SIFI e requerimentos macroprudenciais adicionais, a seção 401 do Título IV do Economic Growth Act determina o aumento do limite de \$50 bi para \$250 bi. Sendo assim, apenas as instituições cujo total de ativos consolidados seja superior a U\$250bi estão automaticamente sujeitas aos requisitos prudenciais adicionais (*enhanced prudential standards*), tais como, capital ponderado pelo risco (*risk-based capital requirements*) e limites de alavancagem, requisitos de liquidez e gerenciamento de risco, planos de resolução e relatórios de exposição de crédito, limites de concentração. A medida passa a valer imediatamente para instituições com total consolidado de ativos entre U\$50 bilhões e U\$100 bilhões; e a partir de Novembro de 2019 para aquelas entre U\$100 bilhões e U\$250 bilhões. Instituições com mais de U\$100 bilhões em ativos podem ser designadas como SIFI caso assim seja determinado pelo *Federal Reserve Board of Governors*.

Destaca-se que, conseqüentemente, as holdings bancárias, bancos e outras instituições financeiras com total de ativos consolidados inferior a \$250 bilhões, estão isentas dos *company-run stress tests*, dos *supervisory stress tests*.³⁵ A nova lei elimina a necessidade da aplicação anual desses testes para instituições financeiras com ativos consolidados abaixo de \$250 bi; a exigência passa a ser de avaliação “periódica” para as instituições na faixa \$100 bi e \$250 bi, embora o período não seja especificado. Além disso, o número de cenários avaliados nos *supervisory stress tests* foi reduzido para dois, excluindo-se o cenário “adverso” (*adverse*).

Sobre os requisitos de capital regulatório, de acordo com a Dodd-Frank, instituições que conduzam atividades bancárias básicas devem manter um nível mínimo de capital ponderado pelo risco de, pelo menos, 8% e uma taxa de alavancagem (*leverage ratio*) de, no mínimo, 4%. Para as instituições envolvidas em atividades mais complexas como, por exemplo, operações envolvendo *securities*, esses valores são, respectivamente, 10% e 5%.³⁶ Caso o Federal Reserve Board of Governors entenda que uma SIFI representa uma grave ameaça (“*grave threat*”) à estabilidade financeira dos Estados Unidos, essa instituição deve manter uma relação “*debt to equity*” de não mais que 15 para 1 (ou razão de alavancagem de, pelo menos, 6,5%)³⁷. Conseqüentemente, com a nova legislação, apenas instituições acima de US\$250bi em ativos consolidados estão sujeitas a esses limites. (Acharya, 2011).

Outra determinação do Economic Growth Act é de que o *Federal Reserve Board of Governors* tenha autoridade discricionária para aplicar qualquer requisito adicional a holdings bancárias cujos ativos consolidados somem entre \$100 bi e \$250 bi. Contudo, destaca-se que

To do so, however, it must (i) act by order or rule promulgated pursuant to Section 553 of the Administrative Procedure Act (requiring public notice and comment) and (ii) determine that the application of the EPS is ‘appropriate . . . to

³⁵ As **LISCC firms ou large and complex** firms que participaram do teste de estresse de 2018 são: Bank of America Corporation; The Bank of New York Mellon Corporation; Barclays US LLC; Capital One Financial Corporation; Citigroup Inc.; Credit Suisse Holdings (USA) LLC; Deutsche Bank USA Corp; The Goldman Sachs Group, Inc.; HSBC North America Holdings Inc.; JPMorgan Chase & Co.; Morgan Stanley; The PNC Financial Services Group, Inc.; RBC USA Holdco Corporation; State Street Corporation; TD Group US Holdings LLC; UBS Americas Holdings LLC; U.S. Bancorp; e Wells Fargo & Company. Já as **large noncomplex firms** foram: Ally Financial Inc.; American Express Company; BB&T Corporation; BBVA Compass Bancshares, Inc.; BMO Financial Corp.; BNP Paribas USA, Inc.; Citizens Financial Group, Inc.; Discover Financial Services; Fifth Third Bancorp; Huntington Bancshares Incorporated; KeyCorp; M&T Bank Corporation; MUFG Americas Holdings Corporation; Northern Trust Corporation; Regions Financial Corporation; Santander Holdings USA, Inc.; e SunTrust Banks, Inc.

³⁶ Dodd-Frank Act: minimum capital requirements. Moody’s Analytics. Disponível em: <https://www.moodyanalytics.com/-/media/article/2011/11-01-03-dodd-frank-act-regulations-minimum-capital-requirements.pdf>. Acesso em 07.jan.2019

³⁷ Acharya, 2011.

prevent or mitigate risks to [U.S.] financial stability” or “to promote the safety and soundness of the [BHC] or [BHCs],” taking into consideration the BHC’s or BHCs’ capital structure, riskiness, complexity, financial activities, size, and “any other risk-related factors that the [Federal Reserve] deems appropriate”. **Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act is Enacted**; Program on Corporate Compliance and Enforcement, NYU School of Law.

Disponível em: https://wp.nyu.edu/compliance_enforcement/2018/06/05/economic-growth-regulatory-relief-and-consumer-protection-act-is-enacted/#_ednref1. Acesso em 06.jan.2019.

III.2. Regulação da securitização proteção a consumidores

Com relação à retenção de não menos que 5% do risco associado à securitização, a regra final se aplica a ABS relacionadas às hipotecas emitidas a partir de 24 de Dezembro de 2015, e às demais ABS a partir de 24 de Dezembro de 2016. Ademais, a Lei Dodd-Frank permite que esse percentual seja retido de forma “vertical”, “horizontal” ou através de uma combinação dessas duas opções desde que o risco agregado do pool de ativos corresponda a, pelo menos, 5%.³⁸

Com relação aos contratos de hipotecas e proteção de consumidores, a regra final que regulamenta as disposições da Dodd-Frank, data de 2015 e complementa o *Home Mortgage Disclosure Act* – HMDA (1975).³⁹ Informações adicionais às previstas no HMDA são exigidas dos emprestadores, tais como, tais como pontos e taxas a pagar na originação, o prazo da hipoteca e certas informações sobre a taxa de juros. Atualmente, emprestadores depositários (bancos e *credit unions*), precisam fornecer tais informações se possuem US\$45 milhões ou mais em ativos, originaram pelo menos 25 empréstimos imobiliários em cada um dos últimos dois anos e, originaram pelo menos 500 empréstimos do tipo “*open-end*” para os anos calendário de 2018 e 2019.

A seção 104 do Economic Growth Act isenta esses credores depositários dos requisitos adicionais trazidos pela Dodd-Frank. Contudo, a inserção não se aplica caso a instituição depositária “*has received a rating of ‘needs to improve record of meeting community credit*

³⁸ De acordo com o texto final da regra, sobre a retenção vertical: “A sponsor using solely the vertical interest option would retain a single security or a portion of each class of ABS interests issued in the securitization equal to at least 5 percent of all interests, regardless of the nature of the interests themselves (for example, whether such interests were senior or subordinated).” Sobre a retenção horizontal: “The amount of eligible horizontal residual interest is equal to the fair value of the eligible horizontal residual interest divided by the fair value of all ABS interests issued in the securitization transaction”.

³⁹ O HMDA requer que a maior parte dos fornecedores de crédito imobiliário forneça informações que auxiliem: (1) “in determining whether financial institutions are serving the housing needs of their communities”; (2) “public officials in distributing public-sector investments so as to attract private investment to areas where it is needed”; and (3) “in identifying possible discriminatory lending patterns”.

needs' during each of its two most recent examinations or a rating of 'substantial noncompliance in meeting community credit needs' on its most recent examination under section 807(b)(2) of the Community Reinvestment Act of 1977".⁴⁰

Há ainda, uma alteração na definição de Qualified Mortgage (QM), que passa a conter exigências menos restritivas do que as previstas na Dodd-Frank; o objetivo é expandir a disponibilidade de crédito. Contudo, a instituição subscritora ainda está obrigada a reter parte do risco associado à hipoteca em seu portfólio (em verdade, com a regra antiga, era necessário manter o risco por 3 anos; agora é necessário mantê-lo por toda a duração do empréstimo), e ainda precisam acessar os recursos financeiros dos tomadores de empréstimo como parte do processo de subscrição.

IV. Conclusão

Desde o momento de sua aprovação, muitas críticas foram endereçadas à capacidade da Dodd-Frank em lidar com o problema das instituições *too big to fail*. Conforme Kregel (2011) destaca, identificar instituições como sistemicamente importantes deixa escapar a explicação de Minsky sobre a endogeneidade do risco sistêmico que, por sua vez, evolui ao longo do tempo como resposta às inovações e tentativas de contornar as regulações existentes. Portanto, a grande falha tanto da Dodd-Frank quanto do Economic Growth Act (e também da regulação proposta pelo BIS), estaria na crença persistente de que, ao se assegurar que instituições individuais sigam diretrizes padronizadas, o risco de contágio estaria, conseqüentemente, mitigado.

Ademais, algumas limitações emergem da tentativa de medir a importância sistêmica das instituições e o risco sistêmico como, por exemplo, a questão do tamanho das firmas versus interconectividade. Assim, *"The systemic risk posed by Lehman Brothers suggests that a firm that is not one of the largest in absolute terms can nevertheless be too interconnected to fail"*.⁴¹ Além disso, o tamanho de uma firma pode ser medido por seus ativos, passivos, receitas etc.

⁴⁰ *Requirements of the Home Mortgage Disclosure Act under the Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (Regulation C) Final rule*. Disponível em: https://files.consumerfinance.gov/f/documents/bcfp_hmda_interpretive-procedural-rule_2018-08.pdf. Acesso em 09.jan.2019.

⁴¹ Labonte, 2014(2018, p.3).

Para Kregel (2011), alinhado a HIF, o verdadeiro desafio está em identificar estruturas financeiras frágeis e endógenas ao sistema, capazes de causar seu colapso. Por outro lado, a visão da captura regulatória por sofisticação (ou *regulatory capture by sophistication view*), destaca que a correlação entre os riscos associados aos contratos de hipoteca ou às “*mortgage backed securities*” e outros derivativos foi negligenciada, tanto por Basileia quanto pela regulação norte-americana (HELLWIG, 2010). Essa correlação seria uma consequência natural do arranjo macroeconômico. Nas palavras do autor, “*Such correlations arise naturally from a common dependence on underlying factors of macroeconomic significance such as market rates of interest, real-estate prices, or the business cycle*” (HELLWIG, p. 14, 2010). Assim como Kregel (2011), Hellwig (2010) descarta que o fracasso desses sofisticados modelos estatísticos possa ser contornado com pequenos ajustes metodológicos; o autor considera que tais falhas deveriam ser interpretadas como um convite à revisão da “*model based approach to capital regulation*”.

Sobre a crescente complexidade regulatória, que fica muito clara com a aprovação da Dodd-Frank, a visão da captura por sofisticação defende que, ao invés de tornar o sistema mais resiliente,

(...) the increasing sophistication of regulatory approaches, moving from rigid capital ratios under Basel I to highly sophisticated methods based on banks' internal models (...) allowed banks to reduce their unweighted capital ratios to levels as low as 2 percent. (HAKENES; SCHNABEL, 2013, p.1)

Ademais, o descasamento entre a proposição e aprovação de leis e requisitos, bem como a dinâmica de implementação da regulação ao longo tempo vem sendo constantemente negligenciada pelas autoridades regulatórias. Esse aspecto é nítido na Lei Dodd-Frank, cujo período de implementação total foi inicialmente estipulado em cinco anos e, na prática, frequentes adiamentos fizeram com que importantes disposições nunca fossem implementadas.

Nesse sentido, fica nítido o conflito entre as visões apresentadas no primeiro capítulo. Enquanto a visão do interesse público argumentaria que os reguladores possuem mais informação e preparo e que por isso deveriam estar encarregados de conter o tamanho das instituições a fim de mitigar o risco sistêmico, ou ainda, que a regulação deveria se concentrar no tipo de atividade que pode representar risco sistêmico; a visão do interesse privado defenderia que ambas as estratégias estariam, na verdade, atendendo aos interesses das instituições reguladas. Em outras palavras, para a visão do interesse privado, a redução

de grandes conglomerados financeiros estaria atendendo aos interesses das instituições financeiras.

Ressalta-se- que a maior parte dos requisitos adicionais de capital e liquidez bem como planos de encerramento e teste estresse, não eram aplicáveis às instituições de pequeno porte. Apesar disso, o argumento da nova legislação proposta é permitir maior competitividade e reduzir a carga regulatória que seria excessivamente onerosa (“*too onerous legislation*”) às pequenas e médias instituições financeiras, a fim de aumentar a disponibilidade de crédito e impulsionar o crescimento econômico. Não fica tão nítido, contudo, para instituições financeiras de médio porte, uma relação imediata entre elaboração de testes de estresse, planos de resolução e distribuição de capital, com a oferta de crédito por parte dessas instituições.

Ademais, apesar do argumento frequentemente utilizado pelas instituições financeiras de que requisitos de capital mais elevados resultam em provisão ineficiente de crédito, i.e., *credit crunch*, Hellwig (2010) explica que, uma fonte ainda mais preocupante de ineficiência seria encontrada no *moral hazard* presente na excessiva exposição dos bancos a riscos elevados aos custos de *shareholders* e credores. Em verdade, muitas das operações de crédito que envolvem riscos excessivos nem mesmo deveriam ocorrer por exacerbar a fragilidade da instituição e do sistema financeiro como um todo. Por esse motivo, o argumento de que requisitos de capital mais elevados levaria a uma contração no crédito, comprometendo o financiamento da economia, apesar de válido em determinados contextos, não parece muito razoável quando destinado ao sistema financeiro norte-americano.

Novamente, a legislação deixa escapar o grau de interconectividade como ameaça endógena ao sistema e foca no volume de ativos para classificar instituições. Longe disso, a nova legislação representa um forte incentivo ao envolvimento de instituições de médio porte em atividades expansionistas, sem que precisem se preocupar com supervisão adicional ou requisitos prudenciais.

Assim, o objetivo de manutenção da estabilidade sistêmica, que não parecia estar próximo de ser alcançado, se torna ainda mais distante com o Economic Growth Act. Após o esforço de implementação dos requisitos prudenciais adicionais, muitas instituições passam a estar isentas de conformidade. A consequência disso seria que “*fewer than 10 big banks in the*

United States subject to stricter federal oversight, freeing thousands of banks with less than \$250 billion in assets from a post-crisis crackdown that they have long complained is too onerous”.⁴²

CAPÍTULO III – A REGRA DE VOLCKER

No capítulo anterior, foram analisadas algumas das mais importantes disposições da Lei Dodd-Frank bem como as alterações trazidas pelo *Economic Growth and Regulatory Relief Act*. O presente capítulo se dedica exclusivamente a seção 619 da Lei Dodd-Frank, que ficou conhecida como Regra de Volcker. Devido à relevância ao conturbado processo de implementação, a Regra merece uma análise mais detalhada, que será feita nas próximas seções.

3.1. Regra de Volcker: antecedentes e concepção

Em geral, toda discussão que envolve a Regra de Volcker aborda a separação entre instituições financeiras de acordo com a função por elas exercida, em linha com o arcabouço introduzido pela Lei Glass Steagall e esteve vigente até 1999. Isso se deve ao fato de que a separação prevista pela Lei diferenciava justamente o uso dos recursos dos depósitos e demais passivos e as aplicações ativas autorizadas, em particular, a realização de negócios proprietários a partir de recursos de terceiros.

De forma bastante resumida, a separação de instituições financeiras ocorria da seguinte forma: os bancos comerciais estavam autorizados a captar depósitos à vista e realizar operações de crédito, ao passo que os bancos de investimento podiam captar recursos e atuar na oferta de crédito de longo prazo ou na estruturação de operações de mercado de capitais; relações estreitas entre esses dois tipos de instituições eram proibidas, seguindo uma lógica de compartimentalização do sistema financeiro. Destaca-se que apenas os bancos membros do FDIC – seguro de depósitos – seriam elegíveis ao acesso de liquidez por meio do “emprestador de última instância”. Portanto, ficava excluída a possibilidade de utilização desses colchões de liquidez para o resgate de instituições envolvidas em operações mais arriscadas cujo potencial de perdas é mais elevado – o que se deve, em parte, ao caráter especulativo dessas operações.

⁴² Rappeport, A., and E. Flitter. "Congress approves first big Dodd-Frank rollback." *The New York Times* 22 (2018).

Contudo, como resultado do processo de liberalização financeira intensificado nos anos 1980s, essa separação entre instituições foi fortemente combatida, uma vez que representava uma anomalia em um sistema financeiro globalizado. A consequência do processo de liberalização seria fortemente sentida cerca de duas décadas depois, com a crise do *subprime*, na qual o salvamento de instituições financeiras não foi bem recebido pela opinião pública.

A seção 619, presente no Título VI da Lei Dodd-Frank, que ficou conhecida como a “Regra de Volcker”, foi apontada como uma forma de remediar os efeitos do fim da Glass Steagall. Em particular, com o Gramm-Leach Bliley Act de 1999, as instituições financeiras passaram a não precisar mais segregar suas atividades, abrindo espaço para que perdas em negociações proprietárias e investimentos da instituição pudessem prejudicar a capacidade do banco de reembolsar os depositantes. Isso, por sua vez, poderia exigir que o FDIC absorvesse as perdas decorrentes dos riscos que foram assumidos, que deveriam ser suportados pelos proprietários e gestores dos bancos.

Embora Paul Volcker fosse o chefe do Economic Recovery Advisory Board desde fevereiro de 2009, a seção 619 apelidada de “Regra de Volcker” não esteve presente na primeira proposta de reforma financeira emitida em junho de 2009. Em verdade, o discurso do então presidente Barack Obama citado acima nem mesmo menciona o termo negociações proprietárias (*proprietary trading*) e/ou restrições à aplicação dos bancos em fundos de investimento. Ademais, o então secretário do Tesouro norte-americano, Timothy Geithner, bem como o então diretor do Conselho Econômico da Casa Branca, Lawrence Summers, defendiam que a imposição de maiores requisitos de capital seria um dispositivo mais eficaz em prevenir a tomada excessiva de risco do que a proibição das negociações proprietárias, dada a complexidade em se distinguir essa atividade de outros tipos de negócios.

Assim, a proposta inicial de reforma do sistema financeiro emitida pelo Tesouro norte-americano em outubro de 2009 não continha nenhuma menção às práticas de *proprietary*

trading ou de *market making*.⁴³ Já as operações de trading proprietário são citadas uma única vez no seguinte parágrafo:

Finally, the Federal Reserve and the federal banking agencies should tighten the supervision and regulation of potential conflicts of interest generated by the affiliation of banks and other financial firms, **such as proprietary trading units and hedge funds**. UNITED STATES. DEPARTMENT OF THE TREASURY, p. 32, 2009.

Contudo, essas recomendações encontraram fortes objeções e criticismo tanto por conservadores quanto por liberais. De fato, conforme destacado por Krawiec e Liu (2015), republicanos conservadores entenderam tais propostas de reforma como uma forma de consolidação das instituições grandes demais para falir através do “governo grande” (*big government*). Por outro lado, os liberais se opunham às reformas por entenderem que as propostas eram muito brandas e não faziam muito pela classe de trabalhadores que foi tão fortemente atingida pela crise.

Em última análise, foi a postura recorrente de Wall Street que direcionou os holofotes e deu nova vida à proposta de Volcker. Ao final de 2009, às mesmas instituições que foram parte ativa no colapso do sistema financeiro e foram resgatadas pelas autoridades americanas obtiveram lucros avultados e distribuíram elevadas quantias sob a forma de bônus. O banco Goldman Sachs, por exemplo, concedeu aos seus empregados um total de US\$ 16 bilhões em remunerações e benefícios. Naturalmente, no contexto de recessão da época, essas cifras causaram grande insatisfação popular. Conforme narra John Cassidy, dentro da Casa Branca, os conselheiros políticos do Presidente ficaram alarmados com a crescente insatisfação popular, refletida na taxa de aprovação do governo Obama.⁴⁴

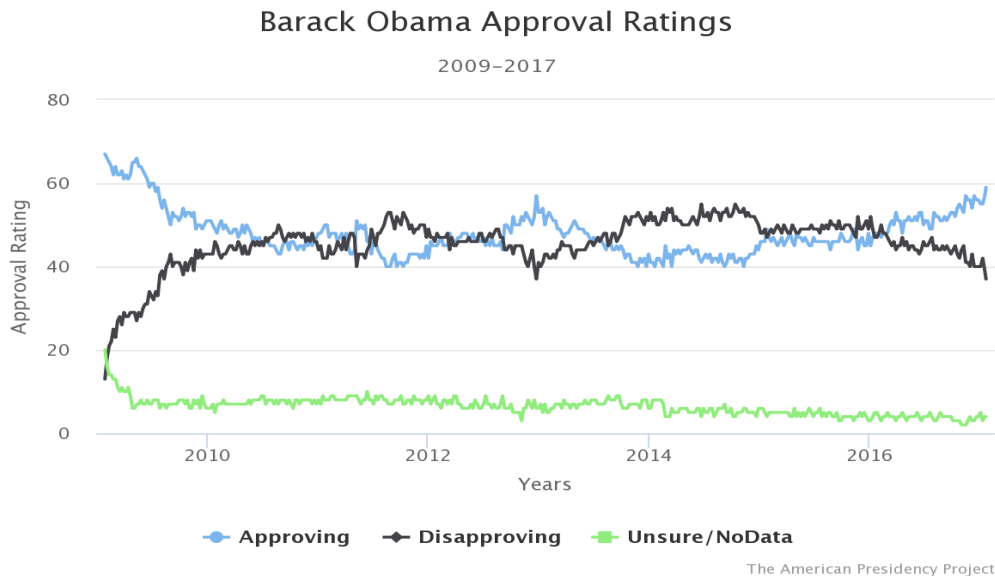
Aqui vale a pena chamar atenção para as figuras 1 e 2 que contrastam os dados de desemprego com a taxa de aprovação do presidente Obama. Em especial, o primeiro gráfico revela uma aproximação mais acelerada entre a taxa de rejeição e a taxa de aprovação do presidente Obama; onde a aprovação decresce. Já o segundo gráfico revela que, em Janeiro de 2010 uma taxa de desemprego persistentemente elevada, de 9.9%. Em verdade, havia um sentimento de insatisfação popular muito grande em meio a crise com o fato de que os grandes culpados haviam sido responsabilizados. Ademais, as instituições

⁴³ O documento intitulado Financial Regulatory Reform: A New Foundation contém 89 páginas, número substancialmente menor do que o documento final da Lei Dodd-Frank, com mais de 800 páginas.

⁴⁴ The Volcker Rule: Obama’s economic adviser and his battles over the financial-reform bill. The New Yorker, Annals of Economics, July 26, 2010 Issue. Disponível em <https://www.newyorker.com/magazine/2010/07/26/the-volcker-rule> Acesso em 23.08.2020.

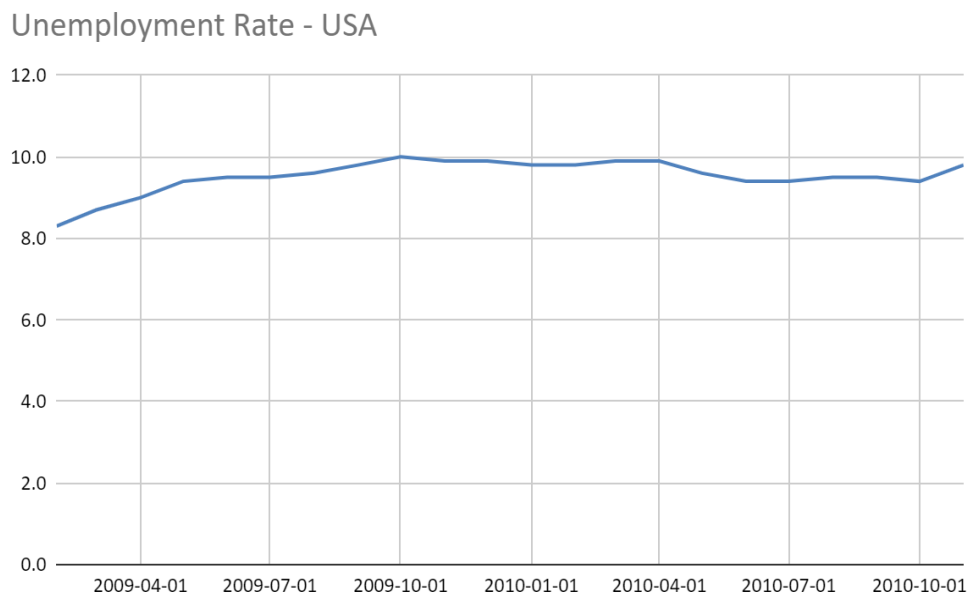
financeiras foram socorridas pelo governo enquanto que a classe trabalhadora teve que arcar com as perdas da crise.

Figura 1 – Taxa de aprovação VS desaprovação, Presidente Barack Obama



Fonte: Presidential Job Approval. Disponível em <https://www.presidency.ucsb.edu/statistics/data/presidential-job-approval> Acesso em 30.08.2020 U.S. Bu

Figura 2 – Taxa de Desemprego, USA



Fonte: U.S. Bureau of Labor Statistics, Unemployment Rate [UNRATE], retrieved from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis; <https://fred.stlouisfed.org/series/UNRATE>, August 27, 2020.

Assim, apesar de rejeitada inicialmente pela administração do presidente Obama por ser “*both unnecessary and unworkable*” (KRAWIEC; LIU, 2015); a Regra de Volcker se

revelou uma importante ferramenta política, principalmente da forma como foi apresentada ao grande público. Nas palavras do presidente Obama à época:

It's for these reasons that I'm proposing a **simple and common-sense reform**, which we're calling the "Volcker Rule" -- after this tall guy behind me. Banks will no longer be allowed to own, invest, or sponsor hedge funds, private equity funds, or proprietary trading operations for their own profit, unrelated to serving their customers. If financial firms want to trade for profit, that's something they're free to do. Indeed, doing so -- responsibly -- is a good thing for the markets and the economy. But these firms should not be allowed to run these hedge funds and private equities funds while running a bank backed by the American people. USA (2010)

Um fato interessante descrito por John Cassidy é que, em 21 de janeiro de 2010, em seu discurso de apresentação de uma reforma “simples e de senso comum”, a seção 619 da Dodd-Frank não havia sido apelidada de “Regra de Volcker”. Na verdade, Cassidy explica que o termo “Regra de Volcker” “hadn’t been in the speech draft that the White House had forwarded to Volcker’s office the previous night”.⁴⁵ David Axelrod, o conselheiro político do Presidente, acrescentou esse termo no último minuto, enquadrando-o com alguma linguagem populista sobre o “exército de lobistas da indústria” que estava combatendo a reforma. “The Volcker rule” entrou imediatamente no léxico político, associando assim a Casa Branca a uma figura conhecida pela sua independência e integridade.

Paul Volcker, por sua vez, desde o início das discussões acerca da reforma financeira, defendia que o modelo de negócios dos bancos, i.e., *trading-oriented business model*, representava uma grande fonte de instabilidade ao sistema financeiro moderno (ELIOTT; RAUCH, 2014).⁴⁶ Seu principal argumento era que as garantias oferecidas pelo governo bem como as intervenções do banco central tem como consequência colocar os bancos em uma posição de risco moral. Portanto, Volcker entendia que a única forma de inibir o comportamento especulativo e excessivamente arriscado dos bancos seria através da proibição da negociação proprietária por bancos comerciais, ou por subsidiárias fortemente dependentes dos bancos comerciais.

Naturalmente, é preciso reconhecer que essas atividades constituem importante parte dos mercados financeiros modernos. Contudo, de acordo com a visão de Volcker, não haveria

⁴⁵ The Volcker Rule: Obama’s economic adviser and his battles over the financial-reform bill. The New Yorker, Annals of Economics, July 26, 2010 Issue. Disponível em <https://www.newyorker.com/magazine/2010/07/26/the-volcker-rule> Acesso em 23.08.2020.

⁴⁶ Um modelo de negócios voltado ao trading significa que a forma pela qual a empresa cria valor é através do trading. Portanto, um modelo de negócios orientado pelo proprietary trading consistiria em criar valor através da especulação com recursos de terceiros.

justificativa para que esse tipo de atividade estivesse ligada às atividades essenciais dos bancos comerciais, tais como a realização de empréstimos e a captação de depósitos à vista. Portanto, a proposta de Volcker argumentava que bancos comerciais deveriam ser proibidos de participar de operações envolvendo *proprietary trading* e de investir em fundos de *hedge* e *private equity*. Em geral, as atividades especulativas de alto grau de alavancagem ocorrem em mercados não segurados através dos fundos de *hedge* ou *private equity*; por isso, de acordo com a proposta inicial da Regra de Volcker, os bancos deveriam se desligar desses fundos.

A discrepância entre a proposta inicial de Volcker e o texto aprovado sob a forma da seção 619 da Lei Dodd-Frank, quando analisada à luz da popularidade do presidente Obama semanas antes e semanas depois da inclusão da regra, evidencia a janela de oportunidade representada pelo peso do nome Paul Volcker junto ao público. Em outras palavras,

Then-President Barack Obama adopted a variation of the idea after taxpayer-paid bank bailouts, wrapping it in Volcker’s name in the hope that the towering stature of the man who tamed 1970s inflation would lend it greater weight. The idea became law in the Dodd-Frank reforms of 2010, but the rule-writing took another three years due to squabbles over how to separate prop trading from market-making and hedging. Instead of blanket bans, regulators sought to define each situation and carve out a string of exemptions, which is how the rule grew and grew.⁴⁷

Além disso, conforme as negociações do texto final da Lei Dodd-Frank avançavam, o *lobby* financeiro logrou extrair diversas concessões. Dentre elas se destaca a mudança na definição do limite de participação em fundos de *hedge* que, inicialmente era baseada no conceito de “*tangible common equity*” e foi alterada para “*Tier 1 capital*”.⁴⁸ Considerando que a definição de “*tangible common equity*” é muito mais conservadora do que a definição de Tier 1 capital, o resultado dessa alteração foi a possibilidade de “increase by up to forty per cent the amount of money put into risky investment vehicles”.⁴⁹

⁴⁷ The Volcker Rule, Bloomberg. Yalman Onaran, 20 20.08.2019. Acesso em 17.08.2020.

Disponível em <[⁴⁸ Tier 1 capital é definido como é utilizado para descrever a adequação de capital de um banco e refere-se ao capital de base que inclui o capital próprio e as reservas divulgadas. Já *tangible common equity* é definido como sendo a diferença entre o valor contábil da empresa e os ativos intangíveis e o capital próprio preferencial. Ele representa uma medida do capital físico de uma empresa, que é utilizado para avaliar a capacidade de uma instituição financeira para lidar com potenciais perdas. O capital próprio comum tangível é calculado subtraindo.](https://www.bloomberg.com/quicktake/the-volcker-rule#:~:text=SHARE%20THIS%20ARTICLE&text=When%20Paul%20Volcker%2C%20the%20form%20did%20it%20in%20one%20paragraph.></p>
</div>
<div data-bbox=)

⁴⁹ The Volcker Rule: Obama’s economic adviser and his battles over the financial-reform bill. The New Yorker, Annals of Economics, July 26, 2010 Issue. Disponível em <https://www.newyorker.com/magazine/2010/07/26/the-volcker-rule> Acesso em 23.08.2020.

A Regra de Volcker, quando colocada como uma tentativa de recuperar a Glass Steagall, i.e., de separar as instituições financeiras de acordo com suas atividades, no contexto que sucede a crise de 2008 tem um grande apelo popular. Mas, na prática, a despeito da promessa de uma reforma simples e de senso comum, como prometido pelo presidente Barack Obama, o resultado final se revelou muito mais complexo, repleto de brechas e exceções. Ademais, como será analisado mais adiante, a sucessiva concessão de maior prazos para a adaptação de instituições financeiras à Regra deixa a impressão de que, desde o início, ela servia simultaneamente a dois propósitos: responder à insatisfação popular enquanto, na realidade, alterações muito mais brandas do que aquelas previstas na proposta inicial eram aplicadas ao funcionamento do sistema financeiro.

3.2. O texto final da Regra de Volcker

O texto que viria a ser a Dodd-Frank, introduzido na Câmara do Congresso norte-americano em fevereiro de 2009 trazia uma versão muito mais sucinta da Regra de Volcker do que a originalmente proposta. O texto trazia em menos de uma página a definição de *proprietary trading* e quatro exceções à exclusão dessa prática, a saber:

(b) EXCEPTIONS PERMITTED.—The Board may exempt from the prohibition of subsection (a) proprietary trading that the Board determines to be ancillary to other 20 operations of such company and not to pose a threat to 21 the safety and soundness of such company or to the finan22 cial stability of the United States, including— (1) making a market in securities issued by such company; (2) hedging or managing risk; (3) determining the market value of assets of such company; and (4) propriety trading for such other purposes allowed by the Board by rule.⁵⁰

Já o texto final da Lei Dodd-Frank, promulgado em 21 de Julho de 2010, proibia qualquer entidade bancária de se envolver em negociações proprietárias ou de adquirir ou manter uma participação proprietária ou ter certas relações com os chamados fundos cobertos (*covered funds*), fundos de *hedge* ou fundos de investimento em participações privadas (*private equity*); e deixava a cargo das agências federais, a definição das exceções a essa exclusão. As cinco instituições reguladoras, a saber: Conselho de Governadores do Sistema da Reserva Federal, a Federal Deposit Insurance Corporation, o Office of the Comptroller of the Currency, a Securities and Exchange Commission, e a Commodity Futures Trading

⁵⁰ “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,” HR 4173, 111th Congress, 2nd Session, Passed by the House in December 2009 and by the Senate in May 2010. Disponível em <https://www.congress.gov/111/bills/hr4173/BILLS-111hr4173ih.pdf> Acesso em 27.08.2020

Commission, estariam responsáveis também pelo estabelecimento das normas e definições relevantes ao processo de implementação da regra.

Assim, em dezembro de 2013, essas cinco agências federais divulgaram o chamado texto final para implementação da Regra de Volcker. Conforme previsto na Dodd-Frank, as agências conceberam a regra final para alcançar os objetivos da seção 619 que incluem a proibição de as entidades bancárias se envolverem em transações proprietárias ou de adquirirem e manterem uma participação, ou terem certas relações com um fundo coberto (“*covered funds*”), ao mesmo tempo que permitem às entidades bancárias continuar a gerir e limitar os riscos associados à prestação de serviços financeiros orientados para o cliente que são críticos para a geração de capital para empresas de todas as dimensões, famílias e indivíduos, e que facilitam mercados líquidos (*market making*).

Durante o processo de elaboração do texto final, os comentários recebidos pelas agências reguladoras destacavam as diferentes visões acerca do impacto econômico da regra. Em geral, comentaristas relacionados a instituições financeiras argumentaram que as restrições comerciais proprietárias teriam impactos prejudiciais na economia, tais como: redução na eficiência dos mercados, crescimento econômico, e no emprego devido a uma perda de liquidez. Esse foi o caso de David T. Hirschmann, presidente do *US Center for Capital Market Competitiveness*, que faz parte da câmara de comércio norte-americana. Ele expressou em uma de suas cartas à SEC que a Regra “poses implementation issues and severe costs and burdens that threaten the efficient, competitive, and dynamic capital markets that foster effective capital formation and the job creation it engenders”.⁵¹

Ademais, muitos comentaristas expressaram preocupação com o potencial da regra em reduzir o acesso aos mercados de dívida - especialmente para empresas menores - graças ao aumento dos custos de capital e diminuição dos rendimentos de certos investimentos. Outro argumento levantado pelos comentaristas e que também esteve presente quando da extinção da Lei Glass Steagall, diz respeito a competitividade dos bancos norte-americanos. Assim, alguns comentaristas mencionaram que os bancos americanos podem estar em desvantagem

⁵¹ David T. Hirschmann, President and Chief Executive Officer, Center for Capital Markets Competitiveness, U.S. Chamber of Commerce. Disponível em <https://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-29.pdf> Acesso em 04.08.2020

competitiva em relação aos bancos estrangeiros devido a restrições comerciais próprias e custos de conformidade.⁵²

Por outro lado, membros da população demandam uma regra de Volcker mais restrita que proibisse completamente entidades bancárias de participarem em qualquer tipo de atividade de proprietary trading além de “require separation of trading from traditional banking activities”. Em uma dessas cartas, escrita por Edward Bright, membro da sociedade civil, há um apelo direto à volta da Lei Glass Steagall:

I’m writing in support of a strong Volcker Rule. My family and I were affected by the economic collapse of 2008, and we don’t want it to happen again. **If that can not be accomplished, how about bringing back the Glass-Steagall Act.**⁵³

Outros comentadores afirmaram que a restrição da atividade comercial própria por parte das entidades bancárias pode reduzir o risco sistêmico proveniente do sistema financeiro e ajudar a diminuir a probabilidade da ocorrência de outra crise financeira.⁵⁴

Outros comentadores mais ligados aos interesses da população em geral, tais como a instituição *Occupy the SEC* argumentaram que as grandes entidades bancárias podem ter um incentivo de risco moral para se envolverem em atividades de risco sem lhes atribuir capital suficiente, especialmente se os participantes no mercado acreditarem que estas instituições não serão autorizadas a falir.⁵⁵ Outro argumento utilizado foi de que as grandes entidades bancárias podem envolver-se em atividades que aumentem o retorno em alta à custa da exposição a perdas em baixa que, em última análise, podem ser suportadas pelos contribuintes federais e que os subsídios associados ao financiamento bancário podem criar resultados econômicos distorcidos. O comentário produzido pelo *International Centre for Financial Regulation* destaca que “The ICFR believes that providing a list of such conflicts

⁵² Os comentários podem ser acessados no documento Federal Register / Vol. 79, No. 21 / Friday, January 31, 2014 / Rules and Regulations. Disponível em <https://www.fdic.gov/news/board/2013/2013-12-10-notice-dis-a-regulatory-text.pdf> Acesso em 27.08.2020

⁵³ Subject: File No. S7-41-11. Edward Bright, Camp Hill, PA. Disponível em <https://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-428.htm> Acesso em 03.09.2020

⁵⁴ O texto da regra final destaca, entre esses comentadores, Profs. Admati & Pfleiderer; AFR (Nov. 2012); Better Markets (Dec. 2011); Better Markets (Feb. 2012); Occupy; Johnson & Prof. Stiglitz; Paul Volcker.

⁵⁵ A instituição Occupy the SEC se autodefine como “Occupy the SEC (<http://occupythesecc.org>) is a group within the New York-based Occupy Wall Street (“OWS”) protest movement. We are a group of concerned citizens, activists, and financial professionals with decades of collective experience working at many of the largest financial firms in the industry. Together, we make up a vast array of specialists, including traders, quantitative analysts, compliance officers, technology and risk analysts. We hope that our technical expertise provides a clear voice advocating for the American public amidst the cacophony of spin emanating from the powerful financial services lobby”.

would be dangerously prescriptive, and may introduce further moral hazard problems into the process”.⁵⁶

Ao final, ficaram estabelecidas algumas exceções como operações de “underwriting, market making related-activities, risk mitigating hedging, trading in certain government obligations, certain trading activities of foreign banking entities” (SEC, 2013). Além disso, caso fique comprovado que determinada atividade não tenha como finalidade *proprietary trading*, ela pode também ser permitida, como, por exemplo, “trading on behalf of a customer in a fiduciary capacity or in riskless principal trades and activities of an insurance company for its general or separate account”.⁵⁷

Ademais, sobre a relação entre bancos comerciais e os chamados fundos cobertos (“*covered funds*”), o texto aprovado pelo congresso estabeleceu que uma instituição bancária estaria autorizada a manter participação nesses fundos, desde que essa participação não exceda 3% do capital do fundo no prazo de um ano da sua criação, nem a soma das participações exceda 3% do capital regulatório nível I do banco. A participação também está condicionada à inexistência de conflitos de interesse ou ameaça sistêmica, e a instituição bancária deve declarar explicitamente que nenhuma garantia é estendida por ela às aplicações do fundo em questão (ANBIMA, 2011). O texto final da regra define os fundos cobertos como:

(i) An issuer that would be an investment company, as defined in the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a–1 et seq.), but for section 3(c)(1) or 3(c)(7) of that Act (15 U.S.C. 80a–3(c)(1) or (7)); (ii) Any commodity pool under section 1a(10) of the Commodity Exchange Act (7 U.S.C. 1a(10)); (iii) For any banking entity that is, or is controlled directly or indirectly by a banking entity that is, located in or organized under the laws of the United States or of any State, an entity that: (A) Is organized or established outside the United States and the ownership interests of which are offered and sold solely outside the United States; (B) Is, or holds itself out as being, an entity or arrangement that raises money from investors primarily for the purpose of investing in securities for resale or other disposition or otherwise trading in securities; and (C)(1) Has as its sponsor that banking entity (or an affiliate thereof); (2) Has issued an ownership interest that is owned directly or indirectly by that banking entity (or an affiliate thereof).
Federal Register / Vol. 79, No. 21 / Friday, January 31, 2014 / Rules and Regulations. B. Subpart C—Covered Fund Activities and Investments. Disponível em <https://www.fdic.gov/news/board/2013/2013-12-10-notice-dis-a-regulatory-text.pdf> Acesso em 27.08.2020

⁵⁶ International Centre for Financial Regulation. Washington DC, 13 de Fevereiro de 2012. Letter to the SEC on The Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds. Disponível em <https://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-201.pdf> Acesso em 04.08.2020

⁵⁷ Agencies Issue Final Rules Implementing the Volcker Rule. SEC, Washington D.C., Dec. 10, 2013. Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-258>. Acesso em 03.09.2020

Em outras palavras, um fundo coberto seria qualquer instituição que não seja considerada uma sociedade de investimento sob o Investment Company Act, incluindo fundos de private equity e fundos hedge, bem como fundos comuns de mercadorias com determinadas exclusões, e fundos patrocinados por uma entidade bancária dos EUA em que a instituição afiliada detenha participações de propriedade.⁵⁸ Essa definição buscou enquadrar principalmente os fundos de hedge e *private equity*. O resultado foi uma definição um tanto quanto complexa e, assim como outros aspectos da regra de Volcker, repleta de exceções. Com relação às instituições e atividades excluídas da definição de “covered funds”,

The final rules exclude from the definition of covered fund certain entities with more general corporate purposes such as wholly-owned subsidiaries, joint ventures, and acquisition vehicles, as well as SEC-registered investment companies and business development companies. Other exclusions apply to certain foreign funds publicly offered abroad, loan securitizations, insurance company separate accounts, and small business investment company and public welfare investments.⁵⁹

Na prática, as exceções previstas na definição de *covered funds* são amplamente utilizadas pelos fundos de hedge e private equity a medida que isentam instituições (1) cujos valores mobiliários em circulação sejam propriedade de um máximo de cem pessoas ou (2) cujos títulos em circulação são propriedade exclusiva de compradores qualificados (*qualified purchasers*).⁶⁰

Dentre as exceções previstas no texto final da regra de Volcker, uma entidade bancária, sujeita a condições apropriadas, está autorizada a investir ou patrocinar um fundo coberto desde que em atividades destinadas a atender demandas dos clientes. Para isso, os reguladores exigem que os bancos calculem a demanda esperada dos seus clientes por títulos, como forma de revelar a diferença entre a negociação exclusiva e a criação de mercado. Contudo, tanto para o público quanto para as instituições financeiras, é difícil determinar quais operações estão, de fato, atendendo a demandas operacionais e não a atividades meramente especulativas. As chamadas “*RENTD accounts*”, reasonably expected near term demands, frequentemente tratadas como “o coração da regra de Volcker” são calculadas através de um conjunto de informações, a saber: i) inventário de

58

⁵⁹ Securities and Exchange Commission, Agencies Issue Final Rules Implementing the Volcker Rule. *Washington D.C., Dec. 10, 2013*. Disponível em <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-258> Acesso em 27.08.2020

⁶⁰ Point of View | March 2015 The Volcker Rule: A Deeper Look into the Prohibition on Sponsoring or Investing in Covered Funds. KPMG. Disponível em <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/volcker-covered-funds-pov.pdf> Acesso em 04.05.2020.

atividades de *market making* (i.e., instrumentos financeiros mantidos pela mesa para servir a clientes); ii) fatores de risco relacionados a exposição global de toda o portfólio; e iii) períodos de manutenção dos inventários.

Considerando o histórico do processo de criação da regra e de como ela foi incluída na Lei Dodd Frank, é possível perceber que para Volcker, a separação entre bancos e outras instituições financeiras (*covered funds*) seria a solução para o problema das instituições grandes demais para falir. Isto é, na visão de Volcker, uma vez que essas instituições não estivessem relacionadas com os bancos comerciais, elas poderiam ser deixadas para falir sem que houvessem grandes consequências sistêmicas. No entanto, apesar de teoricamente isso ser razoável, na prática, considerando como o mercado financeiro opera hoje em dia, essa solução se mostrou inalcançável, tanto pela tendência de universalização dos bancos quanto pela internacionalização dos sistemas financeiros.

Outros nomes relevantes no governo americano, como Timothy Geithner e Lawrence Summers, defendiam que a imposição de maiores requisitos de capital seria uma ferramenta mais eficaz em lidar com esse tipo instituições. Ao contrário de Volcker, Geithner e Lawrence entendiam que através de maiores requisitos de capital, as instituições estariam melhor preparadas para lidar com um evento de estresse financeiro e, ao mesmo tempo, evitar um possível *default*. De forma mais prática e realista e, à luz de todo o processo de desenvolvimento e implementação da Regra de Volcker, é possível que maiores requisitos de capital sejam mais eficazes em prevenir a tomada excessiva de risco do que a proibição do *proprietary trading* dada a complexidade em se distinguir essa atividade de outros tipos de *trading*.

Nesse contexto, a seção 619 da Lei Dodd-Frank, se colocou como uma tentativa de não permitir que bancos usem os depósitos – ou fundos - do público junto a eles, para assumir riscos em posições alavancadas, em resposta à utilização de fundos públicos para o salvamento dos bancos diante da crise. Para Chester Spatt, que presidiu a SEC entre 2004-2007, a distinção entre operações realizadas para facilitar os negócios dos clientes daqueles que são motivados pelo interesse da instituição financeira em criar lucros a partir de operações de *trading* estaria “at the heart of the complexity of Volcker” (SPATT, 2012, p.3). Para este autor, requisitos de capital mais elevados seriam, em essência, a solução ao problema das instituições grandes demais para falir “as it would internalize the costs of

failure within the bank's funding cost, rather than seeking support from taxpayers" (SPATT, 2012, p.2).

3.3. Concessão de maiores prazos e demais alterações

Inicialmente, a implementação completa da regra deveria ocorrer "no later than two years after the statutory effective date of section 13, unless extended by the Board". Apesar de ter entrado em vigor em 2014, as instituições teriam até julho de 2015 para entrarem em total conformidade com as regras estabelecidas. Posteriormente esse prazo foi estendido até 21 de julho de 2017 para algumas provisões. Sobre a concessão de maiores prazos, Volcker em 2014 disse:

It is striking that the world's leading investment bankers, noted for their cleverness and agility in advising clients on how to restructure companies and even industries, however complicated, apparently can't manage the orderly reorganization of their own activities in more than five years.⁶¹

Novamente se observa uma grande discrepância entre a proposta inicial de reforma financeira e o resultado obtido, isto é, inicialmente, o prazo para que a regra entrasse em vigor era de 180 dias, a contar da data de sanção da lei. Em contraste, o texto da Dodd-Frank aprovado em julho de 2010 previu diversas situações nas quais a concessão de maiores prazos seria aplicável. A seção 619(c) do texto final da Lei Dodd-Frank estabeleceu um máximo de 3 anos para extensão do prazo de observância de bancos e instituições financeiras após a aprovação do texto final a ser produzido pelas agências reguladoras:

“(2) CONFORMANCE PERIOD FOR DIVESTITURE.—

A banking entity or nonbank financial company supervised by the Board shall bring its activities and investments into compliance with the requirements of this section not later than 2 years after the date on which the requirements become effective pursuant to this section or 2 years after the date on which the entity or company becomes a nonbank financial company supervised by the Board. **The Board may, by rule or order, extend this two-year period for not more than one year at a time, if, in the judgment of the Board, such an extension is consistent with the purposes of this section and would not be detrimental to the public interest.** The extensions made by the Board under preceding sentence may not exceed an aggregate of 3 years. USA, 2010, STAT. 1623

Em janeiro de 2014, quando as cinco agências federais emitiram a regra final referente às proibições e restrições sobre operações proprietárias e relações de bancos com fundos de

⁶¹ NYTimes. Disponível em: https://dealbook.nytimes.com/2014/12/19/feds-delay-of-parts-of-volcker-rule-is-another-victory-or-banks/?_r=1 Acesso em 26.06.2017.

hedge e private equity, não havia indicativos da necessidade de maiores prazos. Pelo contrário, as agências entenderam que a prorrogação de um ano que estava sendo concedida naquele momento seria mais do que suficiente para que as instituições se enquadrassem na nova regra. Nas palavras do documento:

Section 13 also permits the Board to extend this conformance period, one year at a time, for a total of no more than three additional years. Pursuant to this authority and in connection with this rulemaking, the Board has in a separate action extended the conformance period for an additional year until July 21, 2015.²¹ The Board will continue to monitor developments to determine whether additional extensions of the conformance period are in the public interest, consistent with the statute. **Accordingly, the Agencies do not believe that a reproposal or further delay is necessary or appropriate.**⁶²

O principal argumento utilizado pelas instituições bancárias para maiores concessões de maiores prazos era que, antes da adoção da regra final, os bancos estavam autorizados a investir em fundos cobertos e, por isso, fizeram significativos aportes que, após a adoção da regra, deveriam ser reavaliados. Adicionalmente, de acordo com o documento produzido pela Deloitte, *RENTD: The heart of the Volcker Rule*, a fim de evitar a venda desses fundos a preços pouco vantajosos, os bancos também argumentaram que haveria necessidade de maiores prazos de modo a assegurar a venda ordenada desses fundos cobertos, haja vista os elevados montantes envolvidos.⁶³ Ademais, sobre a mudança de nome dos fundos cobertos, os bancos também argumentaram que prazos maiores eram necessários para que fosse possível consultar investidores e gestores desses fundos a fim de assegurar o consentimento de todos.

A forte resistência das instituições bancárias e da maioria dos republicanos a Lei Dodd-Frank esteve presente desde sua formulação e se fez muito presente, em especial, no processo de finalização e implementação da regra de Volcker. Em verdade, os republicanos expressaram, por diversas vezes, o desejo que revogar a Dodd-Frank, o que somente não foi possível por não disporem de maioria no congresso. Esse cenário mudou quando o presidente Donald Trump assumiu o cargo. A partir de então, a diminuição da carga regulatória passou a ser uma diretriz explícita do governo. Nesse sentido, Steven Mnuchin, nomeado secretário do Tesouro por Donald Trump, emitiu em 2017, um relatório no qual

⁶² Federal Register / Vol. 79, No. 21 / Friday, January 31, 2014 / Rules and Regulations. Grifos próprios. Disponível em <https://www.fdic.gov/news/board/2013/2013-12-10-notice-dis-a-regulatory-text.pdf> Acesso em 26.08.2020

⁶³ RENTD: The heart of the Volcker Rule. Deloitte. Disponível em <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/risk/us-risk-rentd-heart-of-volcker-rule-summary.pdf> Acesso em 04.09.2020.

recomendava uma abordagem alternativa – “*regulatory off-ramp*” – com relação aos requisitos de capital e liquidez até então propostos. Nas palavras do relatório:

“An alternative approach for providing regulatory relief that should be considered would be to establish a ‘regulatory off-ramp’ from all capital and liquidity requirements, nearly all aspects of the Dodd-Frank’s enhanced prudential standards and the Volcker Rule for depository institution holding companies and insured depository institutions. This approach would require the institution to elect to maintain a sufficiently high level of capital, such as a 10% non-risk-weighted leverage ratio, consistent with H.R. 10, the Financial CHOICE Act”. (MNUCHIN, 2017, p. 52).

Com a aprovação do Economic Growth Act, as instituições bancárias seguradas e suas afiliadas cujo total de ativos consolidados seja menor que US\$10 bilhões, ou que possuam *total trading assets e liabilities* em percentual inferior a 5% do total de ativos consolidados, estão isentas da Regra de Volcker. Qualquer instituição depositária cuja controladora exceda US\$ 10 bilhões em ativos ou o percentual estabelecido em 5% não se qualifica para a isenção. Outra modificação estabelecida pela nova lei diz respeito à proibição do uso do nome ou variações do nome de uma instituição bancária em fundos de *hedge* ou *private equity* por ela patrocinados. De acordo com a nova lei, tais fundos estão autorizados a compartilhar o nome ou variações do nome de uma entidade bancária desde que

(1) the investment adviser is not, and does not share the name or a variation of the same name as, an insured depository institution, a company that controls an insured depository institution or a company that is treated as a BHC for purposes of Section 8 of the International Banking Act of 1978 (i.e., those companies known as “foreign banking organizations” or “FBOs”) and (2) the name does not contain the word “bank.” (USA, 2019).

Segundo a retórica oficial, o principal objetivo das agências federais é de reduzir ainda mais as obrigações de *compliance* para as instituições financeiras de pequeno e médio porte e, dessa forma, reduzir os custos e a incerteza enfrentados por essas instituições no cumprimento da Regra final. Isso porque, na experiência das Agências desde a adoção da regra final de 2013, esses custos foram interpretados como desproporcionalmente elevados em relação a tamanho das atividades comerciais.

A “Regra de Volcker 2.0” introduz o conceito de “presunção de conformidade” (*presumption of compliance*) baseada em *tiers of gross trading and assets liabilities*, conforme mostra a Figura 3. A Regra de 2013 já estabelecia vários níveis de requisitos do programa de conformidade com base no volume de ativos consolidado da entidade bancária. A regra final revê este regime de conformidade ao classificar as entidades bancárias com base apenas nos ativos e passivos comerciais da entidade bancária (sem

referência à dimensão total do ativo da entidade bancária). Assim, de acordo com a nova regra o volume de negociação de ativos e passivos brutos é calculado através da soma bruta média de TAL durante os quatro trimestres anteriores consecutivos, tal como medida no último dia de cada trimestre.

A ideia da presunção de conformidade é isentar instituições bancárias de qualquer obrigação de conformidade com as subpartes B e C da regra de Volcker que tratam, respectivamente, do trading proprietário e da relação com fundos cobertos. Todas as instituições bancárias classificadas em “*limited trading assets and liabilities*” estariam sob a presunção de conformidade e, dessa forma, deveriam aderir ao programa simplificado de conformidade. De acordo com o texto final da nova regra, aprovado em novembro de 2019,

The purpose of this presumption of compliance would be to further reduce compliance costs for small and mid-size banks that either do not engage in the types of activities subject to section 13 of the BHC Act or engage in such activities only on a limited scale.⁶⁴

O texto final da nova regra também prevê a revogação da presunção de conformidade pelas agências federais após exame ou auditoria, e as agências teriam autoridade para sujeitar uma entidade bancária com atividade comercial limitada ou moderada a outros tipos de requisitos de conformidade. Além disso, estão eliminados os requisitos do programa de conformidade "reforçada" (“enhanced compliance program”), até então aplicáveis a entidades bancárias com mais de US\$ 50 bilhões em ativos totais consolidados (MEYERSON; NOREIKA, 2019).

Já as instituições consideradas significativas em termos do total de ativos e passivos brutos, devem estar em conformidade com os requisitos do “enhanced compliance program”, a saber: i) políticas e procedimentos desenhados a fim de documentar, descrever, controlar e limitar as atividades comerciais permitidas e as atividades dos fundos cobertos, ii) controles internos de monitoramento de conformidade, iii) um quadro de gestão com a finalidade de assegurar a responsabilização adequada de práticas que não estejam em conformidade com a Lei, iv) testes e auditorias independentes do programa de compliance, v) manutenção de registros. Esses requisitos condizem com aqueles apresentados originalmente pela regra final de 2014. A grande alteração diz respeito à quais instituições estão sujeitas a eles.

⁶⁴ Federal Register / Vol. 84, No. 220 / Thursday, November 14, 2019 / Rules and Regulations . Disponível em <https://www.fdic.gov/news/board/2019/2019-08-20-notice-dis-a-fr.pdf> Acesso em 28.08.2020

Para as instituições consideradas “moderadas” em termos de ativos e passivos, as principais alterações dizem respeito a não necessidade de conformidade com o requisito de certificação do CEO e a comunicação de certas métricas para as mesas de negociação.⁶⁵

Figura 3 - Programa de conformidade por categoria de ativos e passivos consolidados

Consolidated Gross Trading Assets & Liabilities [1]	Compliance Program Requirements	CEO Attestation Requirement	Metrics Reporting Requirements	Additional Covered Fund Documentation
\$20 Billion or More (“Significant”)	“Six Pillar” Program (Currently applicable to banking entities with \$10 billion or more in total consolidated assets)	Yes	Yes	Yes
Between \$1 Billion and \$20 Billion (“Moderate”)	“Simplified” (Update existing policies and procedures)	No	No	No
Less than \$1 Billion (“Limited”)	None (Presumed compliant)	No	No	No

Fonte: Meyerson, Lee and Noreika, Keith. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Finalized Changes to Volcker Rule. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/12/finalized-changes-to-volcker-rule/>. Acesso em 31.08.2020

As principais alterações a seção 619 a Lei Dodd Frank trazidas pelo *Economic Growth and Regulatory Relief Act* são direcionadas a proibição de proprietary trading e requisitos de compliance. A regra final entrará em vigor em 1 de janeiro de 2020. As entidades bancárias terão um período de carência de um ano, até 1 de janeiro de 2021, para cumprirem integralmente as alterações da regra final, mas poderão também cumprir voluntariamente, no todo ou em parte, as alterações antes dessa data.

Com relação aos *covered funds*, embora não tenham sido implementadas alterações à definição e outras normas estabelecidas pela regra final de 2013, às agências destacam que continuam a considerar outros aspectos dessas disposições e pretendem emitir uma proposta de regulamentação separada que aborda especificamente essas áreas.

⁶⁵ Algumas dessas métricas, por exemplo, estão relacionadas a classe de ativos, de mercados e de tipos de atividade de trading. Para maiores detalhes, ver [tps://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/12/finalized-changes-to-volcker-rule/](https://corpgov.law.harvard.edu/2019/09/12/finalized-changes-to-volcker-rule/). Acesso em 07.09.2020.

3.4. Conclusão

Conforme apresentado ao longo do capítulo, a regra de Volcker não esteve presente na proposta inicial de reforma financeira. Para Volcker a separação entre de bancos e instituições financeiras de acordo com o tipo de atividade que poderiam exercer seria a forma mais eficaz de resolver o problema de instituições grande demais para falir. A ideia de Volcker é que, como os bancos comerciais desempenham funções essenciais ao funcionamento da economia, eles deveriam ser preservados, i.e., socorridos pelo banco central a fim de evitar o contágio da economia real por uma crise iniciada no sistema financeiro. Por outro lado, instituições como bancos de investimento e fundos, cujas atividade são, em geral, mais arriscadas e de caráter especulativo não deveriam estar sob a proteção do banco central por não serem essenciais ao funcionamento do sistema de pagamentos. Assim, diante de uma crise iniciada no sistema financeiro, uma vez que os bancos comerciais estejam a salvo, os bancos de investimento e fundos poderiam quebrar sem que houvesse contágio da crise para a economia real.

A inclusão da regra ocorre em meio a críticas de grandes nomes do próprio partido democrata como Lawrence Summers e Timothy Geithner. Para eles, requisitos de capital mais elevados seriam mais eficazes em contornar o problema das instituições grandes demais para falir. Isto é, a reforma proposta por Volcker envolve uma mudança radical na estrutura de ativos e passivos dos bancos e instituições financeiras, em um contexto muito diferente daquele de 1930, quando a Lei Glass Steagall foi aprovada. Na prática, essa mudança de estrutura enfrentou forte oposição do setor financeiro mas, também por parte de muitos reguladores, houve um reconhecimento da complexidade de se implementar tais medidas. Com relação à proibição de proprietary trading, por exemplo, a série de exceções previstas pela regra final evidenciam o quão difícil seria realizar a essa mudança estrutural no sistema financeiro no estágio de desenvolvimento em que ele se encontra.

Ademais, a complexidade envolvida nessa tentativa de reforma estrutural vai de encontro com os dois pontos levantados por Minsky acerca das características da regulação financeira. Em primeiro lugar, sobre a necessidade de uma teoria que refletisse a realidade dos mercados e que servisse de base para a regulação financeira, a análise apresentada torna evidente que, mais uma vez, o foco da regulação está no tamanho das instituições. Portanto, o conceito de fragilidade endógena de Minsky, bem como o grau de interconectividade das instituições financeiras seguem sendo negligenciados pelos reguladores. Em verdade, o

Economic Growth and Regulatory Relief Act reforça essa tendência ao isentar instituições de conformidade com a regra baseado exclusivamente no tamanho medido pelo volume de ativos e passivos brutos, ou no número de participantes. Fundos de hedge e private equity se beneficiam de tal exceção e seguem tendo relações estreitas com bancos comerciais, sendo necessário apenas limitar o número de participantes e utilizar de práticas contábeis para que sigam atuando no mesmo tipo de atividade que atuavam antes da crise.

Em segundo lugar, Minsky atenta para a necessidade de se compreender o impacto da regulação diante das condições econômicas correntes e mudanças em desenvolvimento no sistema financeiro. Portanto, a tentativa de resgatar uma estrutura condizente com a realidade do sistema financeiro da década de 1930 não parece estar alinhada com a visão de Minsky, tanto em termos dos impactos econômicos da regulação, quanto em termos de desenvolvimento do sistema financeiro.

Ademais, de acordo com Minsky, a regulação de instituições financeiras envolve além da formulação de regras e procedimentos, a supervisão e o monitoramento contínuo das atividades das firmas-alvo (TORRES FILHO e MARTINS, 2020). Portanto, em um contexto de constante mudança dos mecanismos e estruturas de financiamento, as informações a dispor dos reguladores devem ser amplas e disponíveis a todo o tempo. Sobre a importância da disponibilidade de informação à visão regulatória de Minsky, destaca-se que:

O conhecimento dos reguladores é limitado pelo distanciamento temporal e institucional que têm com relação ao fechamento das operações financeiras em curso. Para tanto, a supervisão bancária precisaria, além de analisar os fluxos de caixa dessas instituições de forma prospectiva, promover recorrentemente inspeções nos bancos. Essa iniciativa permitiria aos reguladores tomar conhecimento da estrutura das operações que estão sendo realizadas, bem como poderem analisar seus impactos do ponto de vista do risco individual e sistêmico. (TORRES FILHO e MARTINS, 2020, p. 31).

Assim, também com relação à quantidade de informação disponível aos reguladores e ao público em geral, a nova versão da regra de Volcker vai contra a visão de Minsky. Isto é, a presunção de conformidade, além de reduzir a quantidade de informação a dispor dos reguladores, ignora o fato de que a interconectividade das instituições é que as torna sistemicamente relevantes, e não seu tamanho.

CAPÍTULO IV – CONCLUSÃO

A presente dissertação teve como objetivo analisar a regulação do sistema financeiro norte-americano após a crise financeira de 2008, sob três óticas diferentes. A primeira delas trata da visão do interesse público segundo a qual a regulação tem como objetivo impedir operações e práticas que ameacem a segurança do sistema financeiro. Nesse sentido, papel do regulador seria escolher o instrumento mais eficiente, tendo em vista o objeto da regulação bem como sua finalidade. No entanto, a regulação financeira de um modo geral deixa a desejar nesse aspecto. Por exemplo, com relação aos requisitos de capital - importante instrumento regulatório que, na visão de Summers e Geithner, seriam o principal meio de conter instituições grandes demais para falir - parece haver pouca ou nenhuma justificativa teórica para os níveis fixados pelos reguladores. Pelo contrário, os níveis relativamente baixos praticados pela regulação parecem ter sido fixados de modo a acomodar práticas já adotadas pelas instituições financeiras.

A segunda visão abordada, a visão do interesse privado, pode ser descrita como diametralmente oposta à visão do interesse público. Segunda essa abordagem, os reguladores agiriam de modo a maximizar seu próprio bem estar, o que em geral, é incompatível com o bem-estar social. Mais especificamente, dentro da visão do interesse privado, destaca-se a visão da captura regulatória por sofisticação, apresentada por Hellwig (2010). De acordo com essa visão, o processo burocrático inevitavelmente leva os reguladores a práticas obsoletas porque eles não estariam dispostos a incorrer no custo reputacional de assumir não compreender as práticas e contratos que deveriam regular.

A terceira abordagem é, na verdade, uma tentativa de extrair da Hipótese de Instabilidade Financeira, o que seria a visão de Minsky acerca dos desdobramentos regulatórios ocorridos no sistema financeiro norte-americano. Em primeiro lugar, destaca-se que Minsky sempre alertou para a necessidade de a regulação ser ancorada numa teoria que refletisse do sistema financeiro, isto é, regular o setor financeiro sob a mesma lógica e sob as mesmas premissas usadas para regular outros setores da economia não seria suficiente. Além disso, a regulação deveria atuar de forma dinâmica, acompanhando os desdobramentos e evoluções do sistema financeiro.

A lei Dodd-Frank, de maneira geral, seria entendida pela visão do interesse público como uma resposta às práticas que ameaçavam a segurança do sistema financeiro norte-

americano. Assim a definição detalhada de práticas permitidas e não permitidas que acompanham a Lei Dodd-Frank seriam entendidas por essa visão como o ótimo regulatório elegido pelos reguladores com o objetivo de recuperar e expandir o produto ao mesmo tempo em que minimizam riscos desnecessários. Por outro lado, a visão do interesse privado entende que a Lei Dodd-Frank representa uma grande oportunidade para que as práticas arriscadas e irresponsáveis se mantenham, em última instância, inalteradas. Não somente o processo burocrático estaria agindo a favor das instituições financeiras como também o denso documento de mais de 800 páginas seria facilmente manejado pelos astutos advogados que atuam a favor de Wall Street. Além disso, o *regulatory rollback* trazido pelo *Economic growth and Regulatory Relief Act* seria interpretado como uma consequência direta da perda de apelo político da crise após 10 anos. Já para Minsky, seria o momento de passagem para a fragilidade financeira. Isto é, a “calmaria” dos últimos 10 anos resulta no questionamento acerca da necessidade da regulação posta em prática como resposta às práticas que conduziram a crise.

Com relação à seção 619 da Lei Dodd-Frank, na visão de Volcker, a separação entre bancos comerciais e fundos cobertos, bem como a proibição de *proprietary trading* seriam suficientes para lidar com o problema das instituições grandes demais para falir. Contudo, em um primeiro momento, a regra foi considerada desnecessária por integrantes do governo Obama, uma vez que *proprietary trading* nem mesmo esteve entre as causas da crise. Ademais, considerando que muitas das atividades de *proprietary trading* estão relacionadas aos serviços prestados pelos bancos aos seus clientes, muitos críticos à inclusão da regra argumentaram que impedir esse tipo de operação seria impraticável. Finalmente, um argumento frequentemente utilizado por opositores à regra era que, se o mercado fosse regulado dessa forma antes da crise, os eventos teriam se desenrolado da mesma forma. Isto é, como a regra não é direcionada às práticas contábeis enganosas e nem ao processo falho de atribuição de ratings, fica em aberto se, de fato, os eventos que conduziram ao colapso do sistema financeiro teriam um desenrolar distinto.

Assim, à luz da visão do interesse privado, tanto a inclusão da regra na Lei Dodd-Frank quanto a complexidade adquirida pela regra no desenvolvimento do texto final e a necessidade quase que constante de maiores prazos, estariam servindo aos interesses privados das instituições reguladas. De fato, conforme destacado por Baker (2010), à medida que os acontecimentos que conduzem à crise perdem relevância política, a captura regulatória se intensifica. Portanto, a concessão de maiores prazos e a complexidade da regra são perfeitamente compreensíveis à luz da visão do interesse privado. Em verdade, de

acordo com essa visão, a complexidade seria motivada por razões políticas de tal forma que as atividades que conduziram a crise não sofram grandes alterações.

A aproximação entre a captura regulatória por sofisticação e a hipótese de instabilidade financeira pode ser feita também no tocante à regra de Volcker. De fato, Minsky defendia que a regulação deve ser constantemente revisitada e adaptada às mudanças do sistema financeiro. Nesse sentido, sendo a universalização dos bancos nas últimas décadas uma tendência geral ao redor do mundo, a regulação dessas instituições deveria incorporar elementos específicos a esse tipo de estrutura. A tentativa de recuperar a estrutura observada no sistema financeiro há mais de 20 anos atrás não parece ser a melhor estratégia regulatória e tampouco parece estar alinhado com a ideia de regulação dinâmica de Minsky. Ademais, sobre as alterações feitas ao texto da regra de Volcker pelo *Economic Growth and Regulatory Relief Act*, parece haver certa insistência na ideia de que o tamanho das instituições, definido em termos do volume de ativos e passivos, seria suficiente para caracterizar sistemicamente relevante. No entanto, para Minsky, o que define a relevância sistêmica de uma instituição é seu grau de interconectividade, o que não necessariamente está relacionado ao tamanho. Portanto, é preciso refletir se o contágio em meio à crise financeira de 2008 veio da universalização dos bancos ou de outras características estruturais do sistema financeiro. Em verdade, a maior parte da regulação que sucede a crise trata a universalização como o grande problema do sistema financeiro atualmente.

A respeito dos requisitos de capital como alternativa ao problema das instituições grandes demais para falir, destaca-se que, apesar do aumento dos requisitos de capital após a crise, os níveis atuais ainda são incapazes de fazer com que as instituições financeiras internalizem os riscos associados ao grau de alavancagem que assumem.

A partir da análise apresentada, o trabalho conclui que a reforma financeira norte-americana representada pela Lei Dodd-Frank traz uma série de avanços em termos de supervisão e maior transparência do sistema financeiro. Esses avanços podem ser comprometidos pela nova lei aprovada pelo Presidente Donald Trump que, além de não atacar o problema das instituições grandes demais para falir, isenta de conformidade com requisitos prudenciais uma série de instituições tendo como base o volume de ativos e não sua interconectividade.

Inevitavelmente, alguns questionamentos emergem da análise aqui apresentada. O primeiro deles diz respeito ao incentivo à concessão de crédito, usado como justificativa ao *regulatory rollback* da nova administração. Em verdade, a Lei Dodd-Frank tinha como

objetivo exatamente frear a concessão excessiva e descuidada de crédito, como forma de evitar uma nova crise. Assim, é preciso acompanhar cuidadosamente os desdobramentos do *Economic Growth and Regulatory Relief Act* sobre o mercado de crédito. Ademais, considerando que instituições de pequeno e médio porte passam a ser isentas de conformidade com uma série de determinações da Lei Dodd-Frank, destaca-se o potencial de incentivar fusões e aquisições entre essas instituições, aumentando assim a concentração e interconectividade do sistema. Destaca-se também que o *Economic Growth and Regulatory Relief* não representa um movimento isolado, i.e., desde 2016, instituições de relevância sistêmica já começavam a perder o status de SIFI, dentre elas, AIG que teve papel central na crise financeira. Na prática, essas instituições estiveram sujeitas a requisitos prudenciais adicionais por três ou quatro anos apenas.

Finalmente, a nova legislação impacta também a adequação das instituições aos acordos de Basileia.⁶⁶ Assim, é preciso acompanhar os desdobramentos desse retrocesso regulatório que ocorre no sistema financeiro norte-americano; em especial, às normas desenhadas pelas agências reguladoras federais. Somente a partir dessa análise será possível compreender os impactos de tal processo sobre a estabilidade sistêmica e transparência das operações.

⁶⁶ Com a nova lei, bancos de custódia estão autorizados a excluir do denominador de sua taxa de alavancagem suplementar, ativos de reservas junto ao Federal Reserve System, ao Banco Central Europeu e outros bancos centrais de países membros da OCDE. Isso significa que os bancos de custódia precisarão manter menos Capital Nível 1 (por exemplo, common equity). Ver **Rolling Back the Dodd-Frank Reforms** by Mark V. Nuccio and Richard Loewy, Ropes & Gray LLP, posted, on Wednesday, June 13, 2018. Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/13/rolling-back-the-dodd-frank-reforms/>. Acesso em 15.jan.2019.

REFERÊNCIAS

- ACHARYA, Viral V. et al. **Dividends and bank capital in the financial crisis of 2007-2009**. National Bureau of Economic Research, 2011.
- ACHARYA, Viral; ENGLE, Robert; RICHARDSON, Matthew. Capital shortfall: A new approach to ranking and regulating systemic risks. **American Economic Review**, v. 102, n. 3, p. 59-64, 2012.
- ADRIAN, Tobias; SHIN, Hyun Song (2009): The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation. *.Banque de France Financial Stability Review*, n°.13, pp. 1-10.
- ADRIAN, Tobias. “Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking”, **Federal Reserve Bank of New York**, Staff Report n°533, Dezembro de 2010.
- ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **A Importância da Harmonização na Regulação do Mercado de Derivativos e a Necessidade de Priorização do Brasil nas Discussões Internacionais**. Rio de Janeiro, 2014.
- BAKER, Andrew. Restraining regulatory capture? Anglo-America, crisis politics and trajectories of change in global financial governance. **International Affairs**, v. 86, n. 3, p. 647-663, 2010.
- BARTH, James R.; CAPRIO, Gerard; LEVINE, Ross. **Rethinking bank regulation: Till angels govern**. Cambridge University Press, 2008.
- BECKER, Gary S. Competition and democracy. **The Journal of Law and Economics**, v. 1, p. 105-109, 1958.
- BRUNNERMEIER, Markus et al. **The fundamental principles of financial regulation**. ICMB, Internat. Center for Monetary and Banking Studies, 2009.
- BROWNLEES, Christian T.; ENGLE, Robert F.; KELLY, Bryan T. A practical guide to volatility forecasting through calm and storm. **Available at SSRN 1502915**, 2011.
- BROWNLEES, Christian; ENGLE, Robert F. SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk. **The Review of Financial Studies**, v. 30, n. 1, p. 48-79, 2017.
- CAROW, Kenneth A.; RANDALL, A. Heron. Capital Market Reactions to the Passage of the Financial Services Modernization Act of 1999. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol.42, pp.465-485, 2002.
- CARVALHO, Fernando et al. **Economia monetária e financeira: teoria e política**. Elsevier Brasil, 2017.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. A crise financeira e o global shadow banking system. **Novos Estudos CEBRAP**, n. 82, p. 35-55, 2008.
- COX, James D.; MACEY, Jonathan R.; NAZARETH, Annette L. A Better Path Forward on the Volcker Rule and the Lincoln Amendment. **Bipartisan Policy Center**, October, 2013.

- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act,” HR 4173, 111th Congress, 1st Session, Passed by the House in December 2009 and by the Senate in May 2010. Disponível em <https://www.congress.gov/111/bills/hr4173/BILLS-111hr4173ih.pdf> Acesso em 27.08.2020
- DEN HERTOOG, Johan A. Review of economic theories of regulation. **Discussion Paper Series/Tjalling C. Koopmans Research Institute**, v. 10, n. 18, 2010.
- FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.
- GOODHART, Charles. The historical pattern of economic cycles and their interaction with asset prices and financial regulation. **Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies**, MIT press, January, p. 467-80, 2003.
- HAKENES, Hendrik; SCHNABEL, Isabel. Regulatory capture by sophistication. 2014.
- HELLMANN, Thomas F.; MURDOCK, Kevin C.; STIGLITZ, Joseph E. Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough?. **American Economic Review**, v. 90, n. 1, p. 147-165, 2000.
- KAHN, Alfred Edward. **The economics of regulation: principles and institutions**. MIT press, 1988.
- KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. **Manias, pânico e crises: A história das catástrofes econômicas mundiais**. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2013.
- KREGEL, Jan. Minsky moments and Minsky’s proposals for regulation of an unstable financial system. In: **Draft of Opening Remarks for the 19th Annual Hyman P. Minsky Conference**. 2010.
- KREGEL, Jan A. Minsky and dynamic macroprudential regulation. **PSL Quarterly Review**, v. 67, n. 269, p. 217-238, 2014.
- LAFFONT, Jean-Jacques; TIROLE, Jean. **A theory of incentives in procurement and regulation**. MIT press, 1993.
- LANDIS, James McCauley; KENNEDY, John Fitzgerald. Report on Regulatory Agencies to the President-elect. 1960.
- LANGEVOORT, Donald C. Theories, assumptions, and securities regulation: Market efficiency revisited. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 140, n. 3, p. 851-920, 1992.
- LEVINE, Michael E.; FORRENCE, Jennifer L. Regulatory capture, public interest, and the public agenda: Toward a synthesis. **JL Econ & Org.**, v. 6, p. 167, 1990.
- LEVINE, Ross. Bank regulation and supervision. **The National Bureau**, 2005.
- LEVINE, Ross. The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis. **International Review of Finance**, v. 12, n. 1, p. 39-56, 2012.

LUCAS, Deborah J. Ver *Here's how much the 2008 bailouts really cost*, 21.02.2019 MIT Sloan School of Management. Disponível em < <https://mitsloan.mit.edu/ideas-made-to-matter/heres-how-much-2008-bailouts-really-cost> > Acesso em 29.07.2019.

MARTI, Emilio; SCHERER, Andreas Georg. Financial regulation and social welfare: The critical contribution of management theory. **Academy of Management Review**, v. 41, n. 2, p. 298-323, 2016.

Minsky, H. P. 1964. "Financial Crisis, Financial Systems, and the Performance of the Economy." In *Private Capital Markets: A Series of Research Studies Prepared for the Commission on Money and Credit*, 173–380. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice- Hall.

. 1972. "Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster." In Board of Governors, ed. *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, vol. 3: 95–136. Washington, D.C.: Board of Governors.

———. 1975. "Suggestions for a Cash Flow-oriented Bank Examination." In Federal Reserve Bank of Chicago, ed. *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, 85–150. Chicago: Federal Reserve Bank of Chicago.

. 1976. "Banking and a Fragile Financial Environment." Paper presented at the American Economic Association Annual Meetings, Atlantic City, N.J., September 16.

———. 1986. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven, Conn.: Yale University Press.

MARTINS, Norberto. *REGULAÇÃO DO MERCADO DE DERIVATIVOS FINANCEIROS: uma análise crítica das reformas pós-2008 à luz da experiência brasileira (1979-2017)*. 2019. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

MISHAN, Edward J. **Twenty-one popular economic fallacies**. Lane, Allen, 1969.

NOVAK, William J. A revisionist history of regulatory capture. **Preventing regulatory capture: Special interest influence and how to limit it**, p. 25-48, 2013.

PAULA, Luiz Ferna. **Sistema Financeiro, bancos e financiamento da economia: uma abordagem keynesiana**. Elsevier Brasil, 2015.

PELTZMAN, Sam; LEVINE, Michael E.; NOLL, Roger G. The economic theory of regulation after a decade of deregulation. **Brookings papers on economic activity. Microeconomics**, v. 1989, p. 1-59, 1989.

PERSAUD, Avinash. The locus of financial regulation: home versus host. **International Affairs**, v. 86, n. 3, p. 637-646, 2010.

Pigou, A. (2017). **The economics of welfare**. Routledge.

Posner, R. A. (1974). Theories of economic regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science** v. 5, n. 2, p. 335-358.

President Obama, 21 January, 2010. Disponível em <<https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/remarks-president-financial-reform>> Acesso em 17.08.2020

STIGLER, George J. The theory of economic regulation. **The Bell journal of economics and management science**, p. 3-21, 1971.

STUDART, Rogério. The efficiency of financial systems, liberalization, and economic development. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 18, n. 2, p. 269-292, 1995.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira; MARTINS, Norberto Montani. Regulação Financeira em Minsky: Restrição de Sobrevivência, Instabilidade Financeira e Regulação Dinâmica. Texto para Discussão IE/UFRJ 004 | 2020, 2020.

URPIA, Arthur G. B. da Cruz. O sistema financeiro dos EUA: da Glass-Steagall à Lei Dodd-Frank . 2015. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

UNITED STATES. DEPARTMENT OF THE TREASURY. **Financial Regulatory Reform: A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation**. Department of the Treasury, 2009.

USA. Presidente (2009-2015: Barack Obama). Remarks by the President on Financial Reform. 21 de Janeiro de 2010. Disponível em . Acesso em: 17.08.2020

WRAY, L. Randall. **Minsky Crisis. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College**. Working Paper, 2011.

ANEXO – TABELAS E FIGURAS

Tabela 1 – Comparação Dodd-Frank Act x Economic Growth Act

	Dodd-Frank Act	Economic Growth Act
Classificação automática como SIFI (Systemically Important Financial Institution)	> \$50 bi ⁶⁷	> \$250 bi
CCAR (Comprehensive Capital Analysis and Review)	> \$50 bi	> \$100bi
Company-run Stress Test (Testes de estresse feitos pela própria instituição e submetidos ao regulador federal)	<ul style="list-style-type: none"> • \$10bi - \$50bi, anual, 3 cenários • > \$50 bi, semi-anual, 3 cenários de stress 	• < \$250 → isentas
Supervisory Stress Test (Testes de estresse conduzidos pelo regulador federal correspondente)	• > \$50 bi, anual, 3 cenários de stress	<ul style="list-style-type: none"> • > \$250 bi → anual, 2 cenários de stress • \$100bi - \$ 250 bi → "periodicamente"
Living Wills (Planos de encerramento ordenado)	> \$50 bi	> \$250 bi
Risk Committee (Departamento encarregado de supervisionar as práticas de gerenciamento de risco da própria instituição)	> \$10bi	>\$50bi
U.S. leverage ratio (Taxa de alavancagem dos bancos norte- americanos)	Todas as instituições, independente do tamanho (medido em volume de ativos consolidado)	FED deve desenvolver uma medida específica para <i>leverage ratio</i> de <i>community banks</i> ⁶⁸
Regra de Volcker	<ul style="list-style-type: none"> • proibição de <i>proprietary trading</i> (permitido apenas caso fique comprovado que a operação constitui um serviço à clientes) • proibição de que bancos utilizem qualquer declaração que induza um investidor a acreditar que a entidade bancária ou uma das suas afiliadas, garante as obrigações ou o desempenho de determinado fundo (<i>name sharing</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • < \$10 bi □ isentas • <5% do total consolidado de ativos sob a forma de <i>trading assets</i> ou <i>liabilities</i> □ isentas • <i>name sharing</i> permitido em determinadas circunstâncias.

⁶⁷ O tamanho das instituições, em bilhões de dólares, se refere ao volume de ativos consolidados para toda a tabela.

⁶⁸ A seção 201 do Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act considera “*community banks*”; instituições depositárias (ou holdings depositárias) cujo total de ativos consolidados seja inferior a U\$10bi.

Ademais, uma instituição que se enquadre nessa definição pode não ser classificada como “*community bank*” com base no perfil de risco por ela apresentado.