

INSTITUTO DE ESTUDOS DE POLÍTICA ECONÔMICA

Casa das Garças

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 20

A CRISE FINANCEIRA DE 2008 E SUAS REFORMAS

PEDRO L. BODIN DE MORAES

Setembro de 2011

A Crise Financeira de 2008 e suas Reformas

Pedro L. Bodin de Moraes

Setembro 2011

1. Introdução

A crise financeira de 2008¹ que eclodiu com a quebra do banco de investimento americano Lehman Brothers e com intervenção seguida pela estatização da AIG, a maior seguradora americana, ainda repercute sobre toda e qualquer discussão a respeito do desenho ideal do sistema bancário. No calor dos acontecimentos, o papel de bode expiatório recaiu sobre as próprias instituições financeiras e seus executivos. Na ânsia de maximizar retornos de curto prazo e a remuneração daí resultante, os dirigentes correram riscos excessivos, sempre amparados por um seguro “implícito” estendido pelos governos e financiado, em última instância, pelos contribuintes.

Durante a longa e à época tida como bem sucedida gestão de Alan Greenspan no comando do Federal Reserve Board, a tendência dominante foi a de deixar o sistema se auto-regular. Para o então presidente do banco central americano, executivos seniores, membros dos Conselhos de Administração e acionistas importantes agiram sempre de modo a impedir e evitar a tomada de riscos excessivos.² Tanto o grau de alavancagem quanto as políticas de concessão de crédito seriam primordialmente definidas pelos próprios dirigentes bancários. Qualquer interferência do governo, além de desnecessária, corria o risco de impedir ou dificultar o surgimento de inovações financeiras importantes.

¹ Alguns autores (veja, por exemplo, Mishkin[2011]) referem-se à crise de financeira de 2007-2009. De fato, os primeiros sintomas surgiram em agosto de 2007, quando o banco francês BNP Paribas suspendeu o resgate de dois fundos por ele geridos que aplicavam a grande maioria de seus recursos em valores mobiliários cujos lastros, direta ou indiretamente, eram constituídos por hipotecas sub-prime. Entre o início e o final de agosto, o chamado TED spread (o spread entre a taxa Libor de 3 meses – que é privada – e a taxa do título do Tesouro americano de prazo equivalente), saltou da casa dos 40 pontos-base, onde se mantinha há vários anos, para os 240 pontos-base.

² Ver os seguintes pronunciamentos de Greenspan disponíveis em <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/200209252/default.htm> e <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19970412.htm>.

Que este sistema com enorme grau de liberdade falhou, não resta dúvida. O próprio Greenspan [2010], em recente artigo sobre a crise, reconhece e diz textualmente que este foi um dos grandes erros e decepções de sua vida profissional.³

O presente artigo está organizado da seguinte forma. A seção 2 elenca os fatores que levaram à crise. Na seção 3, discutem-se os principais itens integrantes dos projetos acerca da reforma do sistema bancário, de modo a torná-lo menos vulnerável a estresses futuros. Por último, a seção 4 oferece algumas conclusões.

2. O que levou à crise?⁴

Na grande maioria dos acidentes de aviação e nas doenças malignas, a ocorrência sucessiva de eventos de baixa ou baixíssima probabilidade de ocorrência, são, em geral, necessários para que um sinistro venha a ocorrer. A recente crise bancária também é consequência de um acúmulo de fatores, que talvez sozinhos, não teriam levado ao debacle ocorrido.

Dentre estes fatores, seguindo-se a análise de Bernanke [2010], alguns deixavam o sistema vulnerável, outros serviram como desencadeadores da própria hecatombe financeira. Não é do escopo deste trabalho fazer uma lista exaustiva de suas causas, nem discutir importâncias relativas, ranqueando-as. Mas para se extrair lições do episódio e propor medidas que minimizem a possibilidade de crises futuras, é preciso ao menos conhecê-las.

A seguir, apresentam-se os fatores mais frequentemente citados como causadores do desastre financeiro:

- A crescente e extraordinária alavancagem de os sistemas financeiros americano e europeu, principalmente os bancos de investimento americanos, todos eles sem acesso a janela de redesconto do Federal Reserve. No caso europeu, as situações dos bancos ingleses e suíços merecem destaque especial. Acrescente-se a isso, o agravante de os anos de liquidez abundante terem levado diversas instituições bancárias a uma situação de enorme dependência de captações de curto prazo, normalmente obtidas junto a grandes (e poucos) investidores institucionais, para zerar seus furos de caixa.

³ Ver também o artigo sobre o depoimento de Greenspan ao Congresso Americano, logo após a quebra da Lehman, no jornal Washington Post de 24/10/2008, disponível em <http://www.washingtonpost.com/wp-dyn/content/article/2008/10/23/AR2008102300193.html>.

⁴ Para uma discussão do que levou à crise, ver o depoimento de Bernanke perante a Comissão de Inquérito do Congresso americano sobre a Crise Financeira, disponível em <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>. Ver também Greenspan [2010].

- A supervisão bancária fragmentada nos Estados Unidos, com responsabilidades divididas entre diversas agências federais e estaduais. A título de ilustração, basta mencionar que o supervisor responsável pela Lehman Brothers e pelo Bear Stearns era a Securities and Exchange Commission (SEC) e que o Washington Mutual estava sob a responsabilidade do Office of the Thrift Supervision (OTS).
- Os avanços tecnológicos computacionais que permitiram a crescente securitização de créditos complexos, heterogêneos e pulverizados. Estes créditos, agrupados em veículos de fins específicos, eram carregados fora dos balanços das instituições financeiras, mas tinham, muitas vezes, garantia “implícita” dos seus originadores.
- As agências de Avaliação de Riscos, ávidas em atender a uma demanda crescente, desenvolveram modelos falhos e superficiais para ranquear uma quantidade sem precedente de novos emissores e emissões. O presidente da Goldman Sachs, em artigo no Financial Times de fevereiro de 2009, menciona que no início de 2008, havia 12 empresas e 64 mil veículos estruturados com risco AAA⁵. Este montante, por si só, ilustra o ponto de que o risco não podia estar bem mensurado. De fato, vários destes ativos acabaram por gerar perdas muitíssimo superiores às médias históricas.
- As medidas promovidas no final da administração Clinton com o objetivo de estender o crédito hipotecário às camadas menos favorecidas da população, relaxando exigências de comprovação formal de renda, aumentando o percentual a ser financiado e permitindo que as agências apoiadas pelo governo americano, Fannie Mae e Freddie Mac, pudessem redescontar tais hipotecas, contribuíram para a forte expansão dos créditos hipotecários sub-prime⁶.
- O acordo de Basiléia II, ao permitir a utilização de metodologia interna para definir o grau de risco dos diferentes ativos abriu a porta para que valores mobiliários classificados como AAA fossem carregados nos balanços com mínimo impacto sobre o capital requerido.⁷

3. Reforma do Sistema

⁵ O artigo de Lloyd Blankfein foi publicado no Financial Times de 08/02/2009 e está disponível em <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0a0f1132-f600-11dd-a9ed-0000779fd2ac.html#axzz1WXPz2jUf>.

⁶ Greenspan [2010] em seu artigo sobre a crise financeira chama a atenção para este ponto. Ver a nota de rodapé número 10 do citado artigo.

⁷ Ver o documento preparado pelo FDIC “Basel and the Evolution of Capital Regulation: Moving Forward, Looking Back”, disponível em <http://www.fdic.gov/analytical/fyi/2003/011403fyi.html>. De acordo com citado documento, alguns valores mobiliários classificados como AAA, que tinham ponderação de 20% em Basiléia I, passaram a exigir valores tão baixos quanto 0,37%.

Passado o furacão financeiro, as atenções logo se voltaram para a questão do que fazer para que a traumática experiência não se repetisse. Dentre as numerosas vezes clamando por reformas, a do ex-chairman do Federal Reserve, Paul Volcker, ganhou destaque imediato, sendo divulgada e repercutida por todos os meios de comunicação. Para Volcker⁸, qualquer reforma deveria contemplar duas regras básicas. A primeira seria o de impedir que as instituições bancárias adiciassem riscos desnecessários à atividade primordial de concessão de empréstimos e captação de depósitos, proibindo-se pura e simplesmente os investimentos em hedge funds e em fundos de private equity e as operações de tesouraria proprietária. A segunda trataria da questão das instituições consideradas grandes demais para quebrar, o *too big to fail* (TBTF), e do *moral hazard* gerado a partir deste “seguro” implícito.

A influência de Volcker foi tão profunda que o deputado Barney Frank, relator em conjunto com o senador Chris Dodd do projeto-lei que viria a regular todo o sistema financeiro americano⁹, em entrevista ao jornalista John Cassidy da revista *The New Yorker*, afirmou acreditar que não haveria nenhum artigo na futura peça legal em desacordo com as opiniões do ex-presidente do Fed¹⁰.

Neste trabalho discutir-se-ão as principais questões presentes nas propostas de reforma do sistema financeiro, a saber, as exigências de capital, o nível adequado de liquidez, a existência de instituições que apresentam risco sistêmico e a remuneração dos executivos financeiros. Deixaremos de lado toda uma gama de questões importantes, da necessidade de se ter um enfoque macroprudencial nas medidas regulatórias à razoabilidade da proibição sugerida por Volcker ao *trading* proprietário e investimentos em *hedge funds* e *private equities*. Também não abordaremos o principal efeito adverso da regulação em excesso, a saber, o incentivo ao florescimento de um sistema paralelo de crédito, o chamado *shadow banking*.

3.1 Exigências de Capital

⁸ Ver o seu artigo “How to Reform Our Financial System” publicado no New York Times de 31 de janeiro de 2010, disponível em <http://www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31volcker.html?pagewanted=all>.

⁹ Lei Dodd-Frank, promulgada sem vetos pelo presidente Obama em 21/07/2010.

¹⁰ Ver o artigo “The Volcker Rule” publicado na revista *The New Yorker*, disponível em http://www.newyorker.com/reporting/2010/07/26/100726fa_fact_cassidy. Vale a pena reproduzir as palavras do deputado democrata por Massachusetts no citado artigo: “When the banks come to me opposing various things, I say to them, ‘If I were you, I would go and see Paul Volcker. If you can persuade him, you might have a chance. I think you are not going to see anything in this bill that Paul objects to.’”

Passada a fase mais aguda¹¹, o consenso que logo emergiu foi o de que se permitiu aos sistemas bancários europeu e americano uma operação com excessivo grau de alavancagem. E que as regras do Comitê da Basileia deveriam passar por uma grande revisão, principalmente no que dissesse respeito às exigências de capital.

Bernanke [2010], em seu depoimento à Comissão de Inquérito instituída pelo Congresso Americano para discutir as causas da recente crise financeira, dá mais importância à questão do risco sistêmico, ou do *too big to fail* do que a alavancagem excessiva¹². Para ele, se a crise tem uma única lição, esta é a de que a questão do risco sistêmico precisa ser resolvida¹³. Não adianta declarações de que se deixará quebrar ou restrições tornando o resgate de instituições mais difíceis. Se desejar-se minimizar o impacto de futuras crises, este problema tem que ser atacado de frente. Será preciso exigir-se mais capital, ao mesmo tempo prover o governo de instrumentos que permitam uma rápida e organizada liquidação, impondo-se perdas a credores e acionistas.

Mervyn King, presidente do Banco da Inglaterra (BoE), é muito mais radical do que seu colega americano no que tange às exigências de capital. Em discurso proferido no Buttonwood Gathering, em Nova York, em outubro de 2010, afirma textualmente que os bancos “*should be financed much more heavily by equity rather than short-term debt. Much, much more equity; much, much less short-term debt*”.¹⁴ Para ele, as novas regras em discussão ou vias de adoção¹⁵, apesar de serem passos na direção certa, não impedirão crises futuras. Só uma substancial redução da alavancagem atingiria este objetivo.

No limite, há quem chegue a defender (Kay [2009]) o estabelecimento de um regime de banco estrito (*narrow banking*), separado juridicamente, mas podendo ser controlado por uma instituição financeira, recebendo depósitos à vista e/ou de curto prazo, remunerados ou não, efetuando pagamentos e processando transações, com elevadíssimo compulsório recolhido na Autoridade Monetária. Toda a atividade de empréstimos, tirante talvez operações de curtíssimo prazo, seria feita fora destes bancos especializados, com base em captações de médio e longo prazo e capital próprio.

¹¹ Para um excelente e detalhado resumo dos bastidores da quebra da Lehman Brothers e do salvamento da AIG, ver Sorkin [2009].

¹² No caso dos EUA, a razão capital/dívida dos grandes bancos comerciais, entre 2001 e 2006, elevou-se ligeiramente. É verdade que a qualidade do capital sofreu alguma deterioração, com ativos intangíveis aumentando a participação no capital total. Ver Bernanke [2010].

¹³ Ver Bernanke [2010]. Segundo o presidente do Fed, “if the crisis has a single lesson, it is that the too-big-to-fail problem must be solved.”

¹⁴ Ver King [2010].

¹⁵ Dentre as quais, cabe destacar as regras da Basileia III, a introdução de uma camada de capital adicional sobre as instituições que apresentarem risco sistêmico, a tributação diferenciada sobre as instituições bancárias e etc.

A idéia de um banco estrito não é nova. Irving Fisher, durante a crise bancária dos anos 30, propôs um sistema onde os depósitos bancários deveriam ser todos aplicados em títulos públicos de curto prazo, separando o sistema de pagamentos da atividade financiadora. Neste ambiente sem reservas fracionárias, não haveria necessidade de seguro de depósitos, exigências de capital mínimo e mesmo supervisão bancária.

Recentemente, Kotlikoff [2010] propõe que as operações ativas dos bancos (empréstimos) sejam feitas através de uma estrutura de fundos mútuos, financiados por cotistas que arcaíam com o risco de performance da carteira, e não por depósitos. O projeto seria o de criar empresas (bancos) de propósito específico, inteiramente financiadas por obrigações cujos rendimentos seriam exatamente iguais aos dos respectivos ativos.

O próprio Mervyn King parece não se opor a estas propostas de criação de bancos estritos, quando afirma que a eliminação do sistema de reservas fracionárias seria um verdadeiro atestado de que a crença em um sistema no qual depósitos sem risco servem de lastro para financiar ativos com risco nada mais é do que simples alquimia.¹⁶

As posições dos presidentes do Fed e do BoE não são manifestações isoladas e refletem o atual consenso *entre policymakers* e acadêmicos de que o capital mínimo regulatório deveria ser bastante elevado.

Greenspan [2010] em um abrangente e interessante artigo publicado no Brookings Papers on Economic Activity sobre a hecatombe financeira de 2008, suas causas e o que fazer para reduzir ou eliminar a probabilidade de novas ocorrências, nos diz que, em sua opinião, as questões mais prementes de serem resolvidas no período pós-crise dizem respeito ao capital mínimo requerido para suportar ativos (ponderados pelo risco) e o nível aceitável de liquidez das instituições.

Dando sua contribuição ao debate¹⁷, o ex-presidente do Federal Reserve propõe no citado artigo que o capital mínimo regulatório sofra uma razoável elevação, passando de 10% (o valor pré-crise) para 13% a 14%.¹⁸ Segundo ele, tal nível de capital seria suficiente para fazer o sistema financeiro americano resistir a um choque semelhante ao

¹⁶ King [2010]. Vale a pena reproduzir as palavras do presidente do BoE: *“It is this structure, in which risky long-term assets are funded by short-term deposits, that makes banks so hazardous. Yet many treat loans to banks as if they were riskless. In isolation, this would be akin to a belief in alchemy – risk-free deposits can never be supported by long-term risky investments in isolation. To work, financial alchemy requires the implicit support of the tax payer.”* No citado artigo, King emprega a palavra alquimia, sempre neste mesmo sentido, cinco vezes.

¹⁷ A primeira versão das regras de Basiléia III foi divulgada pelo BIS em dezembro de 2010, alguns meses após a conclusão do artigo de Greenspan.

¹⁸ Nas palavras de Greenspan [2010]: *“I would judge that regulatory equity capital requirements in the end will be seen to have risen from the 10 percent precrisis level (in terms of book value) to 13 or 14 percent by 2012, and liquidity and collateral requirements will toughen commensurately.”*

que ocorreu em 2008. Acima deste patamar, haveria um grande perigo de os bancos não conseguirem remunerar suficientemente os seus acionistas, impedindo ou dificultando a capitalização das instituições, com possíveis sérias consequências sobre a oferta de crédito do sistema.

Tanto Mankiw [2010] quanto Stein [2010] em seus comentários ao texto de Greenspan, apesar de tecerem grandes elogios ao trabalho, levantam a questão de que a análise desenvolvida, ao manter o custo do capital invariante à relação dívida/capital, não estaria respeitando um dos paradigmas da moderna teoria de finanças corporativas, o célebre resultado de Franco Modigliani e Merton Miller.

3.1.1 Modigliani-Miller aplicado a Bancos

O teorema de Modigliani-Miller (M-M) é um dos resultados mais importantes e influentes em finanças corporativas. Utilizando-se do princípio da arbitragem, que depois passaria a ser a ferramenta básica para a precificação de ativos financeiros¹⁹, Franco Modigliani e seu então colega de departamento na Universidade de Carnegie-Mellon, Merton Miller, mostraram que o preço de uma empresa, sob certas condições²⁰, independia da estrutura de seu passivo, ou seja, da sua relação dívida/capital. Não haveria, pois, estrutura de capital a ser otimizada e o valor da empresa dependeria apenas do valor presente dos fluxos de caixa livres gerados pelos seus ativos. Quanto maior fosse a alavancagem, maior seria a taxa de desconto exigida pelo mercado para descontar estes fluxos futuros, mantendo constante o valor da empresa.²¹

¹⁹ A fórmula para precificar as opções de compra (*call*) e venda (*put*) derivadas por Fischer Black e Myron Scholes utiliza o mesmo princípio. Arbitragem consiste na estruturação de transações, que sem desembolso líquido de caixa, resultem em lucros certos. Num sistema competitivo, a existência de tal oportunidade é um evento tanto raro quanto efêmero.

²⁰ Inexistência de impostos, ausência de custos associados aos processos falimentares (credores liquidam a massa falida recebendo todo o produto da venda), mercado de crédito competitivo e oferta de crédito infinitamente elástica à taxa de juros de mercado, ausência de informações assimétricas, etc. O artigo original é Modigliani-Miller [1958].

²¹ Apesar de o artigo original conter uma demonstração extremamente longa, este resultado é atualmente demonstrado nos modernos livros-textos de finanças em alguns poucos parágrafos. A esse respeito, é fascinante transcrever as próprias palavras de Modigliani, em entrevista concedida ao seu ex-aluno William Barnett e seu colega de departamento Robert Solow, publicada em Barnett e Solow [2000]: “*The theorem, which by now is well known, was proven very laboriously in about 30 pages. The reason for the laboriousness was in part because the theorem was so much against the grain of the teaching of corporate finance – the art and science of designing the “optimal capital structure”. We were threatening to take the bread away, and so, we felt that we had to give a “laborious” proof to persuade them.*” E mais adiante: “*nowadays, the theorem seems to me to be so obvious that I wonder whether it deserves two Nobel Prizes.*”

No mundo real, com a incidência de impostos tanto sobre o lucro das empresas quanto sobre dividendos recebidos²², o financiamento via dívida, ao reduzir a carga tributária efetiva – as despesas com pagamento de juros são dedutíveis –, aumenta os futuros fluxos de caixas livres, impactando, assim, o valor de mercado. O chamado teorema da irrelevância não seria válido em sua inteireza.

Será que o resultado de M-M se aplica sobre a empresa bancária? Afinal, no caso destas instituições, o passivo, principalmente sob a forma dos depósitos de curto prazo, poderia ser considerado como um insumo ou fator de produção e não apenas uma fonte de *funding*. Além disso, tais depósitos geram maior conhecimento sobre o fluxo de caixa dos clientes, aumentando a capacidade de disponibilizar linhas de crédito e definir seus limites. Isto tudo, sem tocar nas receitas de prestação de serviços associadas aos clientes depositantes, tais como cobranças, corretagens e outras taxas, receitas estas que vem tendo crescente importância no total geral.

Merton Miller [1995] discute esta questão num pequeno artigo publicado no *Journal of Banking and Finance*. Primeiro, argumenta que os depósitos bancários não diferem de outros valores mobiliários, exceto pela existência, no passado, de proibições ao pagamento de juros ou a tetos impostos artificialmente. Ou então pela existência de seguro de depósito, considerado por muitos como um subsídio ao sistema. E seria este seguro, mais do que as proibições remuneratórias – contornadas via ofertas de brindes e/ou conveniência de uma agência próxima – que levava a solução de canto na composição das carteiras ótimas, viesada na direção de mais depósitos. Mas mesmo que fossem valores mobiliários “especiais”, nada impediria que grandes empresas (e ele cita o exemplo de um produto da então corretora Merrill Lynch e da própria IBM) passassem a emitir passivos semelhantes aos depósitos.²³

Concluindo que os depósitos nada tinham de especial, Miller argumenta que não haveria razão alguma (exceto as usuais ligadas a impostos e falências) para o seu teorema não se aplicar ao sistema bancário. E dá um exemplo que vale a pena reproduzir e ajuda a compreender o seu raciocínio. Considere-se um banco cujos ativos tenham um rendimento esperado de 8% ao ano. Se toda a carteira fosse financiada com capital (alavancagem zero), o mercado certamente não iria exigir um retorno esperado igual ao da média do mercado²⁴. Ao ver o baixíssimo risco, o custo de capital exigido poderia ser

²² No Brasil, dividendos são isentos de impostos. Em outros países, costumam ser taxados à mesma alíquota incidente ou sobre os ganhos de capital de longo prazo ou sobre os rendimentos.

²³ Miller estava certamente influenciado pelas inovações financeiras do fim da década de 70, começo dos 80, onde empresas financeiras não bancárias começaram a oferecer passivos remunerados a taxas fixas com liquidez quase imediata. Quando aos bancos foi permitido o pagamento de juros sobre os depósitos de curtíssimo prazo (ou à vista), a concorrência não bancária virtualmente desapareceu.

²⁴ Miller menciona que o rendimento anual médio do mercado acionário americano nos 70 anos anteriores a 1995 foi de 12%.

tão reduzido quanto talvez 6%, o que faria que as ações da instituição fossem negociadas a um prêmio de 1,3 sobre o valor patrimonial. Se o rendimento esperado dos ativos caísse para 5%, o valor de mercado deste banco sem depósitos cairia para 80% do valor patrimonial. E não adiantaria alavancá-lo, captando depósitos a 4%, para fazer subir o seu valor de mercado, apesar do lucro por ação elevar-se. O maior lucro por ação seria integralmente compensado por um custo de capital mais elevado. Miller arremata dizendo não ser possível fazer uma bolsa de seda a partir da orelha de uma porca.²⁵ Nos tempos bons, pode-se até ter a ilusão de que a maior alavancagem geraria valor. Mas na adversidade, o prejuízo resultante mais do que compensaria o lucro da bonança.

3.1.2. Propostas de Capital Mínimo sob a vigência de Modigliani-Miller

Aceitando-se a validade do resultado de Modigliani-Miller no setor bancário, praticamente não haveria custos de se exigir um capital regulatório mínimo extremamente elevado. É só haveria vantagens, já que se poderia reduzir quase que a zero a probabilidade de crises financeiras futuras. Seguindo esta linha de raciocínio, David Miles, membro do Comitê de Política Monetária do BoE, tem advogado a adoção de mínimos legais extremamente elevados, muito superiores ao estabelecidos pelas novas regras de Basileia III.²⁶

Admati, DeMarzo, Hellwig e Pfleiderer [2011] juntam-se a Miles, propondo exigências de capital mínimo substancialmente acima de Basileia III, e acusam os defensores de regras mais frouxas de utilizarem ou argumentos falaciosos – a invariância do custo do capital à alavancagem – ou de tentativa de defender interesses privados. Repetem diversas vezes o argumento de que quanto menor for a razão dívida/capital, mais seguro será o banco e menor o retorno requerido pelo mercado para descontar seus lucros futuros, discutindo de forma superficial a evidência empírica, eivados de preconceito contra dirigentes bancários, como a estes só interessasse o próximo bônus e a manutenção a qualquer custo do subsídio inerente à situação de *too big to fail*.

Para estes autores, “*historical comparisons [...] suggest that equity capital ratios as high as 20% or 30% on an unweighted basis should not be unthinkable.*” Ou seja, estaríamos de volta as alavancagens do século XIX, anteriores à criação da maior parte dos Bancos Centrais e da diversificação resultante da grande expansão do setor de serviços nas modernas economias. Isto posto, acabam optando, com base em

²⁵ A expressão empregada é “*you cannot hope to lever up a sow's ear into a silk purse.*” Ver Miller [1995].

²⁶ King [2010], ao comentar algumas das propostas mais radicais para evitar futuras crises, diz que “*one simple solution, advocated by my colleague David Miles, would be to move to very much higher levels of capital requirements – several orders of magnitude higher.*”

argumentos frágeis²⁷, por uma recomendação menos ousada, propondo que “*equity capital ratios significantly higher than 10% of un-weighted assets should be seriously considered.*”²⁸

É importante notar que, na recomendação de Admati et alii, a exigência de capital se dá sobre os ativos totais e não sobre os ponderados pelo risco. A razão disso é que os autores criticam abertamente a possibilidade introduzida por Basiléia II e mantida em Basiléia III, de se ponderar, usando metodologia interna, ativos pelo grau de risco. No caso da recente crise financeira, dizem eles, diversos ativos considerados sem risco – ponderação zero – geraram perdas expressivas, levando instituições ditas seguras à virtual bancarrota. Hellwig [2010] vai mais longe e diz que tal possibilidade dá excessiva margem de manobra às instituições, permitindo que elas façam calibrações de modo a “economizar” capital.

Kashyap, Stein e Hanson [2010] são mais cautelosos do que Miles e Admati e seus co-autores. Primeiro, mostram que a evidência empírica, no caso dos EUA, indica a existência de uma relação inversa entre a taxa de desconto requerida pelo mercado e o grau de alavancagem do sistema bancário, conforme previsto por M-M. Mas admitem que tal correlação pode ser espúria e deve ser interpretada com a necessária cautela. Apesar de advogarem a elevação do capital regulatório, satisfazem-se com valores não muito distintos dos determinados por Basiléia III²⁹. Por último, sugerem que a elevação no capital mínimo seja feita de forma gradual, tendo em vista os possíveis efeitos colaterais adversos sobre o sistema, em particular o incentivo para que um crescente número de transações passem a ser feitas fora do sistema (no chamado *shadow banking*)³⁰.

3.1.3. A Posição dos Dirigentes dos Bancos

²⁷ Citam, por exemplo, o caso dos REITS (Real Estate Trust Investments), que não tendo qualquer garantia explícita ou implícita do governo, tipicamente mantêm uma base de capital ao redor de 30% dos ativos.

²⁸ Hellwig [2010] é mais radical do que seus co-autores, propondo, de fato, um capital regulatório mínimo acima dos 20%. Segundo o autor: “*We should aim for substantially higher regulatory capital, well above ten percent and perhaps even closer to the twenty or thirty percent that was common before banks became used to the idea that the taxpayer couldn’t afford to let them fail.*”

²⁹ Stein [2010] comentando o citado artigo de Greenspan [2010] diz concordar com o nível de 14% de capital mínimo a ser aplicado sobre os ativos ponderados pelo risco, tal como proposto pelo ex-presidente do Federal Reserve. Segundo ele, “*if forced to pick a number for the required capital ratio, I might well come out somewhere in the same range as Greenspan.*”

³⁰ Stein [2010] nos diz que “[...] *I do not worry too much about the effects of the higher capital requirements on the costs of loans to households and firms. [...] At the same time, I worry a great deal about the effects on how and by whom credit is provided, and the potential implications of these changes for overall systemic stability.*” [grifo do autor]

Já os dirigentes dos bancos, quase todos têm se pronunciado contrários à elevação exagerada do capital regulatório mínimo.

Jamie Dimon, na sua carta aos acionistas que encabeça o Relatório Anual do JPM de 2010, concorda que o excesso de alavancagem do sistema foi o que levou à crise. E que, de todas as mudanças introduzidas, as duas mais importantes dizem respeito às novas exigências de capital e de liquidez. Mas afirma que se as exigências de capital forem demasiadamente elevadas, elas terão impacto adverso sobre o crescimento econômico e empurrarão as atividades do setor bancário para empresas não bancárias.

Segundo Dimon, os cenários de estresse aplicados sobre os ativos do banco, com base em dados passados e projeções futuras, indicam que um capital ordinário nível 1 (tier 1) de 7%, dentro das regras de Basiléia I, seria mais do que suficiente. Com este nível de capital, a instituição passou pela crise sem grandes percalços, até conseguindo fazer duas grandes aquisições (Bear Stearns e do Washington Mutual).

E as novas regras do Acordo da Basiléia (Basiléia III), com os parâmetros bem mais apertados para se medir os riscos associados aos ativos detidos pelo sistema bancário, por si só, segundo o próprio Dimon, já estaria elevando, no caso do JPM, a referida razão de 7% para 10%. Tudo isso antes da introdução da faixa adicional a ser aplicada às instituições consideradas de risco sistêmico.³¹

Dimon voltou a tocar na questão do capital mínimo em recente conferência que contava com a participação do presidente do Federal Reserve, alertando para os efeitos adversos de uma elevação muito acima dos níveis previstos por Basiléia III.³²

Dr. Joseph Akermann, do Deutsche Bank, vai na mesma linha. Em palestra proferida na London School of Economics em outubro de 2010, o então presidente do banco alemão dizia que *“demands for Tier-1 capital ratios of 20% as proposed by some academics could depress RoE to levels that make investments into the banking sector unattractive relative to other business sectors.”*

3.1.4. Quem tem a razão?

Se o resultado de Modigliani-Miller for válido no caso das firmas bancárias, o impacto de mudanças na estrutura de capital terá pequena magnitude. Considerando o caso dos EUA onde a alíquota do imposto de renda sobre lucros é de 35% e supondo que o

³¹ Atentos à reação dos bancos, Admati e seus co-autores, logo após a publicação do último Relatório Anual do JPM, enviaram uma carta aberta aos Conselheiros da instituição, pedindo que reconsiderassem a posição defendida pelo CEO com relação às medidas de regulamentação do capital. A citada carta afirma que *“Mr. Dimon claims that higher capital requirements would increase JPM’s cost, but his reasoning is flawed.”* [grifo nosso].

³² Ver o artigo do colunista do New York Times Andrew Ross Sorkin em <http://dealbook.nytimes.com/2011/06/13/two-views-on-the-value-of-tough-bank-rules/>.

aumento de capital reduz apenas a dívida de longo prazo, ao custo de 7% ao ano, um aumento de 10 pontos de percentagem da relação capital/ativos (por exemplo, de 4% para 14%), elevaria o custo ponderado do capital (*weighted average cost of capital* - WACC) em apenas 24,5 pontos-base ($10\% \times 35\% \times 7\%$). Se, além da dívida de longo prazo, o aumento de capital também reduzisse, na margem, a captação de curto prazo, e esta, em virtude da liquidez e semelhança com a moeda comandasse um prêmio (isto é, uma redução no custo) de 100 pontos-base, haveria uma queda adicional no WACC de 10 pontos-base, elevando o total em 35 pontos base, que é um número ainda bem modesto.³³

Cabe, portanto, duas indagações. Se o efeito sobre o custo de capital é de fato muito pequeno, porque os dirigentes dos bancos se opõem tão ferozmente a elevações nas exigências de capital, principalmente nas faixas propostas por Miles e Admati? E segundo, e mais importante, porque os bancos tendem a ser, todos eles, muito mais alavancados do que as empresas de outros setores de atividade? O que explicaria esta preferência por dívida em detrimento do capital. Será que o paradigma de Modigliani-Miller está deixando de lado, no caso dos bancos, alguma condição de primeira ordem, algum fator que não tem importância para a empresa não bancária, mas que é fundamental para a bancária?

É exatamente esta pergunta que se faz Stein [2010]. Na tentativa de explicar este aparente paradoxo, o economista de Harvard desenvolve a seguinte conjectura. Sim, o impacto da desalavancagem sobre o WACC é o mesmo para empresas bancárias e não bancárias. Mas, enquanto para uma Microsoft ou uma Ford, haveria vários fatores de diferenciação de seus produtos – gostos, lealdade, qualidade, etc. -, para os bancos, o *funding* mais barato seria de longe o insumo mais importante. Bastaria uma diferença pequena no custo do *funding* e no *pricing* dos seus empréstimos para fazer perder toda uma fatia de mercado³⁴. Apesar do maior risco, se uma instituição adotar uma relação dívida/capital mais agressiva (elevada), todas acabam por ter que fazer o mesmo.

Stein conclui sua conjectura fazendo uma analogia entre os bancos e os corredores de elite das provas de 100 e 200 metros rasos. Estes atletas muitas vezes acabam por fazer uso de substâncias com comprovados efeitos deletérios sobre a saúde no médio prazo em troca de alguns centésimos de segundo nas competições da temporada, principalmente se acharem que seus adversários assim procedem. Estes remédios (que ajudam o desempenho) seriam como a alavancagem para os bancos.

A explicação para a preferência pela maior alavancagem proposta por Stein claramente não satisfaz. Uma explicação alternativa talvez esteja ligada ao fato de que os depósitos de uma instituição bancária, principalmente os provenientes de uma base pulverizada de

³³ Estes cálculos têm por base Kashyap, Stein e Hanson [2010].

³⁴ Implícita é a hipótese de que o mercado de crédito é muito competitivo e que inexistem assimetrias informacionais.

clientes pessoas físicas e de pequenas e médias empresas, têm grande valor. Numa hipotética transação onde uma instituição venda sua carteira de tais depósitos, mesmo que lastreados por títulos públicos de curto prazo e encaixes na Autoridade Monetária, haveria uma substancial ágio a ser pago pela parte compradora. Isto se deve tanto a base estável de *funding*, que reduz o risco do pesadelo de qualquer dirigente bancário, a saber, uma corrida de saques de depositantes, quanto ao conteúdo informacional que tais depósitos fornecem. O acesso às contas correntes dos clientes dá informações valiosíssimas sobre a capacidade e a qualidade do potencial tomador de recursos, seja um capital de giro para enfrentar a sazonalidade das vendas de uma pequena empresa, seja um limite de um cartão de crédito. Bancos aceitam de bom grado estes clientes, principalmente se sua carteira de empréstimos também for pulverizada. Além disso, as contas de depósitos de clientes permitem ao banco prestar toda uma gama de serviços, serviços estes que geram as receitas de prestação de serviços, rubrica cada vez mais importante nos demonstrativos de resultados.³⁵

3.1.5. O que fazer?

É difícil discordar da opinião dominante de que havia um óbvio excesso de alavancagem no sistema financeiro americano e europeu antes da crise. E que a qualidade do capital para absorver perdas de crédito e de mercado havia se deteriorado, com a crescente participação de ativos intangíveis, normalmente sob a forma de ágios (*goodwill*), no patrimônio das instituições. No caso dos EUA, a insuficiência de capital era mais marcante nos bancos de investimento³⁶, instituições até então fora do alcance da janela de redesconto do Fed, uma vez que sem acesso direto ao mercado de reservas bancárias. No Reino Unido, os bancos comerciais, em particular o Royal Bank of

³⁵ Greenspan [2010] mostra que, no caso do sistema bancário americano, o grande crescimento das receitas de prestação de serviços contribuiu fortemente para o aumento da lucratividade do setor. Segundo aquele autor, tais receitas (*non-interest income*), como proporção dos ativos totais, subiram de 0,566% no período 1962-66 para 2,296% em 2002-06. Para se ter uma idéia da importância destas receitas, basta notar que, neste último período (2002-06), as receitas de juros líquidas dos custos de captação (o spread bancário) como proporção dos ativos foi de 3,048%.

³⁶ O caso da Lehman Brothers é emblemático. No fechamento do balanço de 2007 (novembro), menos de um ano antes da sua quebra, o capital tangível de USD 22,5 bilhões representava pouco mais de 3% do total de ativos (USD 691 bilhões). Deduzindo-se do total de ativos, as custódias e as duplas contagens geradas principalmente pela carteira de derivativos e pelas atividades de *prime-broker*, chega-se a um valor de USD 374 bilhões de ativos a serem financiados no mercado. Se deduzirmos desses ativos líquidos o capital tangível e a dívida de longo prazo (USD 123 bilhões), chega-se a um hiato de recursos de USD 228 bilhões, pouco mais de 10 vezes o capital tangível da instituição. Este hiato era primordialmente financiado com dívida de curto prazo (*commercial papers*) e operações de venda com recompra (*repos*), na sua maioria com prazo de 1 (um) dia, dando-se como lastro ativos detidos pela empresa. Dentre estes ativos, havia USD 177 bilhões de valores mobiliários classificados na rubrica nível 2 (precificação a partir de mercados poucos líquidos) e USD 42 bilhões em nível 3 (precificação exclusivamente baseada em modelos internos). Foi a incapacidade de encontrar financiamento para estes ativos nível 2 e 3, numa conjuntura onde o mercado de *commercial papers* desapareceu completamente, que levou a derrocada da Lehman.

Scotland, o HBOS e o Northern Rock, eram os que apresentavam alavancagens estratosféricas, dependendo fortemente do mercado de atacado (interbancário, fundos mútuos, seguradoras, fundos de pensão) para zerar os seus respectivos caixas. E todos operavam respeitando as regras vigentes quanto ao capital regulatório mínimo, o que deixa patente as falhas de Basiléia I e II³⁷.

Greenspan, preocupado com os exageros que vêm sendo propostos, publicou recentemente um artigo no Financial Times³⁸ chamando a atenção para o fato de que a exigência de capital em demasia tem custos e que algum nível de risco deveria ser tolerado pelos reguladores. Segundo o ex-presidente do Fed, “*any excess bank equity capital also would constitute a buffer that is not otherwise available to finance productivity-enhancing capital investments.*” A analogia utilizada por Greenspan é a de que países situados em áreas de alto risco sísmico adotam diferentes padrões de segurança, a partir de escolhas racionais. Sociedades mais pobres tendem a aceitar um nível de risco mais elevado, sob a forma de construções menos resistentes, porque isto as permite manter um padrão de consumo corrente mais elevado.³⁹

Os limites atuais previstos por Basiléia III (e Basiléia II.5⁴⁰) parecem ser bem apropriados. No momento, o capital mínimo requerido é de 8%, sendo que não menos de 50% deve ser constituído por capital ordinário (*Common Equity Tier 1*). Em janeiro de 2013, com a entrada em vigor de Basiléia III, este percentual será elevado para 11%, mantendo-se a exigência de que metade seja em *common equity*. Ao longo dos anos seguintes, com a introdução gradativa de camadas adicionais de capital (colchão de conservação de capital, colchão anti-cíclico e colchão risco sistêmico), chegar-se-á, em 2019, a um quociente capital/ativos ponderados pelo risco na faixa de 13% a 15.5%.

³⁷ King [2010] menciona que, quando Basiléia II foi adotada no Reino Unido em 2007, de todos os bancos do sistema, o que apresentava maior excesso de capital sobre o mínimo regulatório era o exatamente o Northern Rock. Diz também que o Conselho de Administração daquela instituição, por achar que havia capital em demasia, anunciou uma operação de recompra de ações algumas semanas antes de ficar sem fundos. Que grande ironia do destino!

³⁸ “Regulators must risk more, and intervene less”, Financial Times, 27/11/2011.

³⁹ Admati não deixou o artigo de Greenspan no Financial Times passar em branco. Em carta ao jornal (FT, 02/08/2011), assinada em conjunto com ilustres economistas, a professora de Stanford faz pesadas críticas ao artigo do ex-presidente do FED. Para os signatários, sua argumentação é equivocada e a analogia utilizada falaciosa. Enquanto investimentos em segurança sísmica exigem desembolsos efetivos de recursos (que poderiam ter usos alternativos), a simples substituição de dívida por capital no balanço dos bancos não os tem. Nas palavras dos autores: “*Seismic safety requires real investment. Replacing debt with equity does not. Moreover, changing the funding mix imposes few, if any, costs on the economy [...]*”.

⁴⁰ O que se tem chamado de Basiléia II.5 são as medidas referentes ao capital regulatório para fazer frente ao risco de mercado das carteiras de *trading* e *banking* dos bancos. Até a edição destas recomendações, o foco sempre havia sido o risco de crédito.

3.1.6. O caso brasileiro

O Banco Central do Brasil (BCB) tem adotado regras ainda mais conservadoras do que as sugeridas por Basileia no que tange ao capital mínimo regulatório. Em agosto de 1994, pela Resolução n. 2.099, o capital mínimo requerido das instituições bancárias em operação no País foi fixado em 8% dos ativos ponderados pelo risco.⁴¹ Em junho de 1997, este capital mínimo foi elevado para 10%⁴² e em novembro do mesmo ano para 11%⁴³, onde permanece até hoje. A expectativa é a de que o BCB irá manter este nível de capital requerido até que as exigências de Basileia III, que entrarão em vigor em janeiro de 2013, ultrapassem este percentual, o que só deverá ocorrer em 2015. A partir daí, os limites aplicados estarão perfeitamente alinhados à prática internacional. De fato, o BCB, através do Comunicado n. 20.615 de 17 de fevereiro de 2011, divulgou as orientações básicas, os principais ajustes às contas patrimoniais⁴⁴ previstos e o cronograma preliminar para a implementação das recomendações de Basileia III.

Com relação ao risco de mercado, o BCB vem adotando uma série de normativos⁴⁵ cujo impacto será uma forte elevação no capital regulatório exigido sobre as posições de tesouraria proprietária. Apesar de não se vislumbrar uma proibição desta atividade, como ocorrerá nos EUA, há uma clara penalização ao *trading* feito dentro dos livros dos bancos. Para se ter uma noção da ordem de grandeza deste desestímulo, estimativas preliminares indicam uma elevação de mais de 400% no requerimento de capital a ser alocado sobre tais atividades.

Além do conservadorismo do BCB, o longo período de elevadíssima inflação fez com que sempre houvesse, por parte dos agentes econômicos, uma forte preferência pela liquidez, impedindo o desenvolvimento de um mercado de crédito de longo prazo, como por exemplo o hipotecário. Somente nos últimos dez anos é que a oferta de crédito começou a se expandir a taxas vigorosas, mas ainda assim a alavancagem média dos bancos brasileiros continua abaixo da observada na grande maioria dos países da OCDE. Enquanto nos EUA, em dezembro de 2007, às vésperas da crise, o capital tangível dos grandes bancos comerciais – com ativos acima de USD 1,0 bilhão – montava a 10,5%

⁴¹ O esquema de ponderações de risco, seguindo Basileia I, era escalonado em faixas, indo de 0% - para títulos públicos e demais ativos considerados sem risco – a 100%.

⁴² Ver Resolução n. 2.399, de 25/06/1997.

⁴³ Ver Circular n. 2.784, de 27/11/1997 e Resolução n. 2.543, de 26/08/1998.

⁴⁴ Os ajustes visam melhorar a qualidade do capital disponível para absorver as eventuais perdas de crédito e de mercado. Para isso, serão fortemente penalizados os ativos intangíveis e os créditos tributários.

⁴⁵ Circular n. 3.498 de 26/06/2010, que consolida diversas outras circulares anteriores.

do total de empréstimos⁴⁶, no caso do Brasil o patrimônio líquido consolidado dos 50 maiores bancos atingia a 26,8% da carteira de empréstimos.⁴⁷

Tão ou mais importante do que os limites apertados de capital mínimo regulatório, para se evitar a tomada de riscos excessivos ou desmesurados, é a legislação brasileira que imputa responsabilidade ilimitada aos diretores estatutários e controladores de instituições bancárias.⁴⁸ Toda a bateria de críticas feitas a um sistema assimétrico e injusto no qual lucros são repassados a acionistas e dirigentes e os prejuízos absorvidos pelos contribuintes cai por terra ante a vigência dos dispositivos legais brasileiros. Não cabe, pois, falar em *moral hazard* em nosso contexto.⁴⁹

3.2 Liquidez

Perdas na carteira de empréstimos, concedidos com boa técnica, respeitando os princípios básicos de diversificação e exigindo boas garantias, dificilmente poderão acarretar na quebra da instituição concedente. Tirante casos de grande má gestão ou fraudes, a derrocada quase sempre ocorre pelo lado do passivo da instituição, com a perda de financiamento e a incapacidade de honrar retiradas. Qualquer executivo bancário, por mais inexperiente que seja, respeita o ativo e teme o passivo.⁵⁰

Examinando-se a evolução trimestral da taxa anualizada dos créditos jogados a prejuízo, líquido de recuperações, como proporção do total de empréstimos do sistema bancário

⁴⁶ A relação capital/empréstimos totais era de 17,8%. Ver <http://www2.fdic.gov/SDI/main4.asp>.

⁴⁷ Entre os grandes bancos brasileiros, tirante o caso do Santander Brasil, ágios representavam uma parcela muito pequena do capital total. Os dados brasileiros estão disponíveis em: <http://www4.bcb.gov.br/fis/TOP50/port/Top502007121P.asp> e <http://www4.bcb.gov.br/fis/TOP50/port/Top502007122P.asp>.

⁴⁸ Para uma discussão sobre a responsabilidade ilimitada dos diretores de bancos e seus controladores no Brasil, ver Franco e Rosman [2009].

⁴⁹ Greenspan [2010], ao discutir a questão de *moral hazard*, menciona que “*to eliminate moral hazard, it should not be necessary to follow Hugh McCulloch, our first Comptroller of the Currency in 1883, who went somewhat over the edge in proposing that the National Bank Act be amended that the failure of a national bank be declared prima facie fraudulent, and that the officers and directors, under whose administration such insolvency shall occur, be personally liable for the debts of the bank, and be punished criminally, unless it shall appear, under investigation, that its affairs were honestly administered.*” *Under such a regime, moral hazard surely would not exist.*” A legislação brasileira, com o objetivo de controlar as instituições financeiras públicas (estaduais), acabou pondo em prática algumas das idéias do primeiro *Comptroller of the Currency* americano.

⁵⁰ Não se está afirmando que um banco só quebra em função de seu passivo e que a qualidade do ativo não é importante. Mas em um mundo onde o redesconto é imperfeito, onde nem todos os créditos são aceitos pela autoridade monetária, uma carteira de empréstimos “bons”, sem financiamento adequado, pode levar à derrocada de uma instituição.

americano, observa-se que seu valor máximo atingindo foi de 2,86% no quarto trimestre de 2009.⁵¹ Este valor, ocorrido após uma crise de proporções quase que inimagináveis, é ainda inferior à margem líquida de juros (*net interest margin* - NIM) média cobrada pelo bancos americanos.⁵²

É verdade que este *net charge-off* é um valor médio, composto de segmentos com maior e menor grau de risco de inadimplemento. No caso dos empréstimos concedidos sobre as transações com cartões de crédito, por exemplo, a baixa a prejuízo contra provisões líquida de recuperações atingiu o estratosférico nível de 10,73% (ao ano) no segundo semestre de 2010. Mas aqui, a taxa de juros incidente sobre o saldo devedor supera em muito cobrado em outras operações, como as com garantia hipotecária, reduzindo a eventual perda destes momentos de estresse do sistema.⁵³

Tendo-se em vista os pontos levantados acima, causa enorme surpresa que somente em Basiléia III tenha havido uma preocupação explícita com a liquidez. Até lá, não havia nenhuma exigência ou recomendação por parte do BIS quanto a este importante quesito. De fato, só depois da derrocada do banco inglês Northern Rock, seguida pela sua estatização, é que a questão da liquidez passou a fazer parte do rol das preocupações dos órgãos reguladores.

Em Basiléia III, será exigido que os bancos mantenham um nível mínimo de liquidez de modo a satisfazer a dois critérios. O primeiro requererá dos bancos a manutenção de ativos líquidos, de boa qualidade, em montante suficiente para cobrir, sob certas hipóteses bastante restritivas sobre renovação dos passivos vincentes, o fluxo de caixa líquido dos próximos 30 dias (*Liquidity Coverage Ratio* - LCR). O segundo critério, que visa complementar o anterior, abarcará todo o balanço, dentro de um horizonte de 12 meses, exigindo que os bancos tenham, a todo instante, um montante de passivos estáveis (capital, captação de prazo superior a 12 meses e parte do passivo de curto prazo) acima de um valor requerido, a ser calculado com base no grau de liquidez do ativo (*Net Stable Funding Ratio* – NSFR).

Como a adoção destas duas medidas de liquidez é inteiramente inédita, será importante observar, num primeiro instante, os potenciais impactos adversos acarretados. Faz-se

⁵¹ Informações obtidas em <http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/chgallsa.htm>. Antes da crise financeira, esta taxa situava-se em níveis bem mais baixos. Em 2005, por exemplo, o *net charge-off* foi inferior a 0,20%.

⁵² A menor Margem Líquida de Juros (NIM) observada desde 1984 foi de 3,15% no quarto trimestre de 2008. O dado mais recente (primeiro trimestre de 2011) mostra uma NIM de 3,57%. Ver: <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/USNIM>.

⁵³ Vale a pena citar o exemplo do Wells Fargo. Segundo o seu relatório 10-K de 2010, a taxa média anual cobrada sobre o saldo em aberto das faturas de cartão de crédito foi de 13,35% , acima, portanto, da perda média do sistema bancário na mesma categoria de crédito. Neste mesmo ano, a instituição produziu uma NIM de 4,26%.

necessário garantir que as novas exigências de liquidez mínima, conforme as mensurações propostas, não acabem gerando efeitos perversos sobre a oferta de crédito.

No caso do Brasil, o citado Comunicado n. 20.615 do BCB prevê a exigência de um valor superior a 1,0 (um) para o LCR a partir de 1º de janeiro de 2015 e para o NSFR a partir de 1º de janeiro de 2018. E que, já a partir de 1º de janeiro de 2012, as instituições financeiras deveriam estar aptas a prestar informações sobre os principais componentes destes dois índices.

3.3 Risco Sistêmico

Cada aflito com sua preocupação. Se para Mervyn King a tecla é sempre a mesma, a saber, mais capital, mais capital, para Bernanke trata-se do potencialmente devastador risco sistêmico da quebra de uma instituição *too big to fail* (TBTF).

As propostas para lidar com esta importante questão podem ser divididas em duas vertentes, a primeira seguindo a linha de pedir reforço na capital e a segunda limitando pura e simplesmente o tamanho da instituição.

A primeira é a de exigir uma camada de capital adicional destes bancos considerados de risco sistêmico, diminuindo a potencial alavancagem e assim reduzindo a possibilidade da insuficiência de fundos para cobrir perdas futuras. As recomendações que serão feitas no âmbito de Basiléia III ainda não foram totalmente definidas, mas vislumbra-se que a nova camada seja de 1,0% a 2,5%.

Uma alternativa a esta faixa compulsória de 1,0% a 2,5% foi proposta em recente artigo de Hart e Zingales [2010]. O ponto de partida da análise destes autores é de que nem toda dívida bancária apresenta risco sistêmico, podendo gerar perdas aos seus detentores sem ameaçar o sistema. Dívidas subordinadas de longo prazo emitidas por bancos são, em geral, carregadas por seguradoras e fundos de pensão, instituições essas que lidam no dia a dia com potenciais oscilações de razoável magnitude no preço dos valores mobiliários detidos em carteira.

Tendo isto em vista, Hart e Zingales propõem um engenhoso sistema, baseado puramente em informações de mercado, onde capital e dívida subordinada de longo prazo⁵⁴ garantiriam todas as demais dívidas, sem que houvesse a necessidade de se recorrer à ajuda do Governo. Tomando por base uma volatilidade média dos ativos bancários de 8% ao ano, os autores argumentam que um montante de dívida subordinada de longo prazo igual ou superior a 11% dos ativos totais seria suficiente para proteger, em conjunto com o capital, todos os demais passivos (considerados sistêmicos). Dever-se-ia, portanto, exigir das grandes instituições, a observância de uma

⁵⁴ Subordinada a todos os demais passivos, ou seja, só seria paga caso todos os demais passivos fossem honrados.

estrutura de passivos que respeitasse a mencionada condição. Com relação ao capital, os autores advogam que as instituições sistêmicas deveriam ser forçadas a fazer aumentos de capital, toda vez que o preço do seu CDS (*credit default swap*) de um ano de prazo ultrapassasse um determinado patamar predeterminado, de 100 pontos base, a partir da experiência de 2007/08.

Apesar de engenhosa, a proposta dos economistas de Harvard e Chicago não é de fácil implementação e pode ter efeitos adversos importantes. A dificuldade diz respeito à relativa estreiteza do mercado de CDS, na maior parte das vezes negociados fora das bolsas, principalmente no vértice escolhido de 12 meses⁵⁵. O efeito colateral importante advém de o mercado conhecer a regra e o *threshold* que desencadeia a necessidade de capitalização, tornando possível ocorrer um círculo vicioso onde a expectativa do aumento de capital, ao deprimir o valor de mercado da instituição, dificulta a colocação de novas ações e eleva o preço do CDS.

Uma outra proposta seria a emissão de títulos automaticamente conversíveis em capital, ou por imposição da Autoridade Regulatória, ou pelo atingimento de um parâmetro definido a priori, seja ele um limite de capital mínimo ou uma relação entre o valor de mercado e o valor contábil da instituição. O Banco Central da Suíça (SNB) já adotou legislação específica neste sentido, exigindo que seus dois bancos considerados sistêmicos, o UBS e Credit Suisse (CS), tenham nos respectivos passivos tais valores mobiliários. E o CS já fez com êxito uma emissão deste título com conversibilidade condicional.

A segunda vertente seria a de tão somente definir um limite superior para o tamanho da instituição, usando-se por critério seja o total de ativos ou a carteira de crédito, ou ambos.⁵⁶

Como definir o tamanho máximo, com que periodicidade rever as restrições, sobre que diferentes jurisdições aplicar o limite, estes são alguns dos problemas a serem enfrentados por qualquer regulador. Além disso, o que fazer para garantir que instituições concorrentes estrangeiras adotem restrições semelhantes?

Na China, por exemplo, onde todos os bancos são controlados pelo Estado, não haveria nem sentido, nem necessidade, de se adotar tal regra. O que daria uma grande vantagem às instituições chinesas em terceiros mercados, principalmente se o risco de crédito soberano daquele país se aproximar do nível observado nas economias do G4.

Além das medidas discutidas anteriormente, a administração Obama propôs que se obrigue aos bancos TBTF a confecção de um legado em vida (*living wills*),

⁵⁵ A maior liquidez tende a se concentrar no vértice de 5 anos.

⁵⁶ No calor da crise, Mervyn King, presidente do BoE, mais de uma vez defendeu uma redução forçada no tamanho dos bancos TBTF. Veja, por exemplo, o artigo publicado no The Guardian em 17/06/2009, disponível em <http://www.guardian.co.uk/business/2009/jun/17/king-in-bank-reform-call>.

especificando o que fazer em caso de colapso iminente da instituição, como liquidar ativos e passivos gerando-se menores perdas ao sistema. Mankiw [2010] nos diz que gosta da idéia porque “*when future failures occur, as they surely will, policymakers will have a game plan in hand.*” O órgão regulador inglês, Financial Service Authority (FSA), também compartilha desta mesma opinião e anunciou recentemente que os bancos depositários operando no Reino Unido com ativos acima de GBP 15 bilhões terão que disponibilizar tal testamento ou plano de recuperação até junho de 2012.⁵⁷

O problema destes *living wills*, como bem salientam Hart e Zingales [2010], é que as instituições terão todo o incentivo a sabotar os seus próprios legados, construindo-os de forma a falharem no caso de um sinistro, forçando a autoridade responsável pela higidez do sistema a intervir, forçando-a a manter a instituição colapsante viva.

3.4. Remuneração

A percepção de que o sistema de incentivos e a remuneração aplicável aos dirigentes de instituições financeiras mostraram-se falhos é generalizada. A imagem que se tem é a de que aos executivos do setor foi oferecido um pacote socialmente injusto, no qual os frutos do sucesso impactavam diretamente os patrimônios individuais e as perdas, em caso de sinistro, eram divididas por todos os contribuintes. Não seria de se estranhar, pois, que tal sistema levasse à tomada de riscos exorbitantes.

Mesmo no caso da Lehman Brothers e da Bear Stearns, no qual seus principais dirigentes sofreram pesadas perdas patrimoniais com a derrocada de suas instituições, o esquema de remunerações adotado era falho, gerando incentivos perversos de maximização de resultados no curto prazo e permitindo a venda das ações adquiridas via programas de outorga de opções após um período de carência não muito longo. Recente estudo de professores do departamento de direito de Harvard⁵⁸ mostra que os cinco principais dirigentes destas duas instituições se desfizeram, no período 2000 a 2008, de um montante apreciável de ações das respectivas companhias. Entre os bancos de investimento, somente no caso da Goldman Sachs havia uma restrição efetiva à venda das ações recebidas nos pacotes remuneratórios.⁵⁹

Que sistema de remunerações deveria ser perseguido? O primeiro ponto a reconhecer é o de que não há modelo perfeito ou ideal, que atenda a todas as demandas da sociedade

⁵⁷ Ver <http://uk.reuters.com/article/2011/08/09/uk-fsa-idUKTRE7783C520110809>.

⁵⁸ Ver Bebchuk, Cohen e Spamann [2010].

⁵⁹ No caso da Goldman, os dirigentes eram obrigados a manter, até aposentarem-se, pelo menos 75% das ações recebidas nos programas remuneratórios. Ver Bebchuk et alii [2010] Como os próprios autores mencionam, o problema de tal restrição é a de que este mecanismo incentiva a aposentadoria precoce, fazendo com que a empresa possa perder talentos ainda em idade produtiva.

nestes anos ainda marcados pela crise recente crise financeira. Muitas destas demandas, como a imposição de tetos remuneratórios e/ou a tributação diferenciada, foram fruto da emoção do momento e não deveriam influenciar legisladores e reguladores. Isto posto, deve-se procurar um sistema que gere incentivos corretos, estimulando a alta direção a procurar maximizar o valor de mercado da firma num horizonte de médio prazo. Vincular boa parte da remuneração dos principais dirigentes à aquisição compulsória e automática de ações da instituição parece ser uma prática recomendável. E esta aquisição poderia ser alavancada, ou por empréstimos concedidos pelo próprio banco, ou pela outorga de opções, ambos com razoável carência para se fazer jus ao eventual ganho.

Qualquer que fosse a forma de pagamento escolhida, deveria haver neutralidade tributária entre as diferentes alternativas, o que não ocorre atualmente. Nos EUA, por exemplo, as despesas com o pagamento de salários e bonificações aos executivos só é dedutível, para fins do imposto de renda sobre o lucro, se limitadas a USD 1 milhão/ano por funcionário. No caso do Brasil, esta distorção é ainda mais grave, uma vez que os pagamentos aos diretores estatutários não constitui em despesa dedutível para fins tributários.⁶⁰ Já as despesas decorrentes dos planos de outorga de opções, em geral calculadas segundo a fórmula de Black&Scholes, são dedutíveis. E para aumentar o viés ainda mais na direção das opções, a alíquota dos impostos sobre os ganhos de capital associados às opções exercidas tende a ser bem inferior à incidente sobre renda proveniente do trabalho.

Nas áreas que trazem maior risco, como por exemplo, a tesouraria, cláusulas que contemplem a compensação (*claw-back*) de resultados de diferentes exercícios parecem fazer todo o sentido. Diversas instituições bancárias vêm instituindo tal esquema de pagamento.

Por último, é importante dar transparência sobre toda a remuneração paga pelas instituições a seus principais dirigentes, a informação podendo ser dada no agregado, para o conjunto de executivos. Este é exatamente uma das novas exigências de Basiléia III.

No que se refere ao caso brasileiro, o Conselho Monetário Nacional editou recentemente a Resolução n. 3.921, dispondo sobre a política de remuneração das instituições autorizadas a operar pelo BCB.⁶¹ Segundo este normativo, o primeiro sobre o assunto, as instituições financeiras em operação no País serão obrigadas a estabelecer um Comitê de Remuneração, constituído por no mínimo 3 (três) membros, sendo pelo

⁶⁰ No caso dos EUA, ver Bebchuk [2010]. No caso brasileiro, além da não dedutibilidade das despesas com salários dos diretores estatutários, as contribuições previdenciárias incidem sobre a remuneração total percebida, apesar de haver um limite relativamente baixo aos benefícios concedidos quando da aposentadoria.

⁶¹ Resolução n. 3.921, de 25/11/2010.

menos um não administrador, com qualificações e experiência necessárias e reportando-se diretamente ao Conselho de Administração da Empresa. Tal comitê deverá garantir, entre outros, a compatibilidade entre a política de remuneração e política de gestão de riscos da instituição. O aspecto mais importante do citado normativo, previsto para entrar em vigor em 1º de janeiro de 2012, é o de tornar obrigatório que no mínimo 50% da remuneração variável sejam pagos em ações ou instrumentos baseados em ações.

4. Conclusões

A crise financeira de 2008 ainda repercute no sistema bancário mundial. Em quase todos os países, os órgãos reguladores seguem adotando medidas no sentido de minimizar o risco de se repetir o traumático episódio. Capital adicional e de melhor qualidade para suportar perdas futuras, níveis mínimos de liquidez, tratamento diferenciado para as instituições que, sozinhas, possam abalar o mercado de seus respectivos países, remuneração em linha com uma prudente política de riscos, estas são as linhas gerais das reformas sob implantação. Difícil discordar destes princípios gerais.

O diabo, como se sabe, está nos detalhes. Passando-se do geral às propostas específicas, é que surgem os problemas. Ainda mais quando uma parcela importante da academia e dos *policymakers*, influenciada pelos acontecimentos recentes e pela visão deturpada de que dirigentes de bancos e acionistas foram salvos da quebra praticamente sem incorrer em quaisquer custos (*bail-out*), aceita o resultado de Modigliani-Miller sem ressalvas. A posição de que mudanças na relação dívida/capital não deveria ter impacto sobre a oferta de crédito da economia tem levado diversos autores a advogarem um desenho para o sistema bancário com baixíssima alavancagem, quase nos moldes do que se observava antes do estabelecimento dos bancos centrais. A professora da *Business School* de Stanford, Anat Admati, é o expoente desta corrente, que parece contar com o apoio integral e a concordância do presidente do BoE.

Argumentou-se neste artigo que a empresa bancária é diferente das não financeiras, que um passivo constituído por depósitos pulverizados, sem concentrações regionais, de pessoas físicas e pequenas e médias empresas, pode ter grande valor. A base de clientes por trás deste passivo demanda toda uma gama de serviços, gerando receitas expressivas e fornecendo informações essenciais para melhor julgar a capacidade de pagamento destes potenciais tomadores de empréstimos. Com isso, a relação dívida/capital pode afetar a oferta de crédito e o valor da empresa bancária, contrariando o resultado de Modigliani-Miller.

Entre as propostas de Admati, Hellwig e seus coautores e a alavancagem dos bancos de investimento americanos na fase pré-crise, há uma enorme distância. É neste espaço que se situam as propostas defendidas por Alan Greenspan e mesmo Anil Kashyap e Jeremy Stein, advogando um capital mínimo na faixa dos 15% sobre os ativos ponderados pelo risco. Nesta mesma direção, caminhou o comitê do G-20, cujas discussões formaram a

base das recomendações de Basiléia III. E o Banco Central do Brasil adotou o mesmo procedimento, procedendo com a cautela recomendada pelos professores de Chicago e Harvard, dando um bom espaço de tempo para que o sistema se adapte às novas regras de capital mais elevado. Este cronograma lento, na atual conjuntura adversa, tem ainda maior importância, uma vez que permite observar os eventuais efeitos adversos sobre a oferta de crédito, principalmente sobre as pequenas e médias empresas, a tempo de corrigi-los. Além disso, o prazo mais dilatado não forçará a emissão de ações em condições de mercado apertadas como a corrente, onde as ações de grande parte das instituições bancárias estão sendo negociadas bem abaixo dos respectivos valores patrimoniais.

Os detalhes são ainda mais importantes no estabelecimento dos critérios de liquidez. Neste caso é importante levar em consideração situações específicas de cada economia, observando como os dois critérios propostos, que nunca foram utilizados, funcionarão ao longo do tempo, quais distorções surgirão, que captações serão relegadas a um segundo plano, que operações ativas abandonadas.

Com relação à questão do risco sistêmico, a proposta mais segura parece ser a de se exigir uma camada adicional de capital para as instituições pertencentes ao grupo. O problema resultante da divulgação de tal relação será o de elevar os custos de captação dos bancos que ficaram fora da lista, considerados pela própria autoridade que confeccionou como menos importantes para o sistema. A proposta de Hart e Zingales merece reflexão, mas enquanto o mercado de CDS continuar sendo transacionado em mercados de balcão, com pouca liquidez, sua praticidade será duvidosa e sua adoção temerária. Já a imposição forçada de um instrumento compulsoriamente conversível sob certas condições definidas a priori, talvez só faça sentido nos países onde seus bancos líderes são desproporcionalmente grandes quando comparados com os respectivos PIBs (produto interno bruto). Não parece coincidência o fato de o único país a adotar tal regra tenha sido exatamente a Suíça.

No que concerne à exigência de legados em vida (*living wills*), há que se reconhecer que são, no mínimo, de utilidade duvidosa. Servem apenas para dar segurança à burocracia pública antes do eventual sinistro, já que o manual de instruções, como argumentou-se, pode ser feito para não ser usado.

Por último, a questão da política remuneratória da alta direção das instituições financeiras parece bem encaminhada. A obrigação de se utilizar ações ou instrumentos semelhantes como moeda de pagamento de parcela significativa das remunerações variáveis faz todo o sentido. A exigência de que só possa haver venda destas ações adquiridas no âmbito dos pacotes de remuneração, depois de um longo período de carência, é também um componente importante para alinhar os interesses da alta direção ao destino de médio e longo prazo da instituição. Caberia aos governos tentar eliminar o viés tributário das distintas formas de pagamento, para não induzir numa direção equivocada. A obrigatoriedade de se criar um Comitê de Remuneração, subordinado ao

Conselho de Administração, como imposto recentemente pelo BCB, é um passo na direção correta. Deve-se evitar proibições extravagantes e tributações discriminatórias, exigindo-se transparência e informação ao mercado.

Bibliografia

Ackermann, Joseph [2010] “The New Architecture of Financial Regulation: Will it Prevent Another Crisis?”, Special Paper 194, FMG Deutsche Bank Conference, London, October. Disponível em

<http://www2.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/SP194.pdf>.

Admati, Anat R., Peter DeMarzo, Martin F. Hellwigg e Paul Pfleider [2011] “Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is *Not* Expensive.”, Graduate School of Business, Stanford University, Working Paper, Draft dated March 23, 2011. Disponível em

<https://gsbapps.stanford.edu/researchpapers/library/RP2065R1&86.pdf> .

Barnett, William and Robert M. Solow [2000] “An Interview with Franco Modigliani.”, *Macroeconomic Dynamics*, 4, pp. 222–256, Cambridge University Press. Disponível em <http://129.3.20.41/eps/mac/papers/0409/0409002.pdf> .

Bebchuk, Lucian, Alma Cohen e Holger Spamann [2010] “The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008.”, Harvard, John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Discussion Paper No. 657. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=1513522>.

Bernanke, Ben [2010] “Causes of the Recent Financial and Economic Crisis.” Depoimento prestado perante a Comissão de Inquérito sobre a Crise Financeira, 2 de setembro de 2010. Disponível em

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100902a.htm>.

Franco , Gustavo H. B. e Luiz Alberto C. Rosman [2009] “A responsabilidade ilimitada em instituições financeiras no Brasil: antecedentes, experiência e considerações.” em Monica Baumgarten de Bolle & Dionisio Dias Carneiro (orgs.) “A Reforma do Sistema Financeiro Americano: Nova Arquitetura Internacional e o Contexto Regulatório Brasileiro” Rio de Janeiro, IEPE Casa das Garças.

Greenspan, Alan [2010] “The Crisis.”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring. Disponível em

http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bpea_papers/2010a_bpea_greenspan.pdf.

Hart, Oliver e Luigi Zingales [2010] “Curbing Risk on Wall Street, National Affairs.” Disponível em <http://www.nationalaffairs.com/publications/detail/curbing-risk-on-wall-street>.

Hellwig, Martin F. [2010] “Capital Regulation: Business as Usual?”, CESifo DICE Report, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich, vol. 8(2), pages 40-46, 07. Disponível em <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1192840.PDF>.

Kashyap, Anil K., Jeremy C. Stein e Samuel Henson [2010] “An Analysis of the Impact of “Substantial Heightened” Capital Requirements on Large Financial Institution.”, Working Paper, University of Chicago Booth School of Business, maio. Disponível em http://faculty.chicagobooth.edu/anil.kashyap/research/an_analysis_of_th_impact_of_substantially_heightened.pdf.

Kay, John [2009] “Narrow Banking: The Reform of Banking Regulation.”, CSFI.

King, Mervyn [2010] “Banking: From Bagehot to Basel and Back Again.”, The Second Bagehot Lecture, Buttonwood Gathering, New York City, 25 October 2010. Disponível em <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2010/speech455.pdf>.

Kotlikoff, L.J. [2010] “Jimmy Stewart is Dead: Ending the World’s Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking.”, John Wiley & Sons.

Mankiw, N. Gregory [2010] “Comentário ao artigo “The Crisis” de Alan Greenspan”, Brookings Papers on Economic Activity, Spring. Disponível em http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/2010_spring_bpea_papers/2010a_bpea_greenSPAN.pdf.

Miller, Merton H. [1995] “Do the M & M propositions apply to banks?”, Journal of Banking and Finance, 19, pp. 483-489.

Mishkin, Frederick S. [2010] “Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis.”, NBER, Working Paper n. 16609, dezembro. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w16609>.

Modigliani, Franco e Merton H. Miller [1958] “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.”, American Economic Review, 48(3), pp. 261-97.

Sorkin, Andrew Ross [2009] “Too Big to Fail.”, Viking Penguin, Penguin Group Ltd.

Stein, Jeremy C. [2010] “Comentário ao artigo “The Crisis” de Alan Greenspan.”, Brookings Papers on Economic Activity, Spring. Disponível em http://www.economics.harvard.edu/faculty/stein/files/Greenspan_comments_Stein.pdf.