

Perspectivas



Reforma financeira norte-americana:  
A Lei Dodd/Frank





Reforma financeira norte-americana:  
A Lei Dodd/Frank

Editado em fevereiro de 2011

Esta publicação ou parte dela não pode ser reproduzida sem citação de fonte.

### **Coordenação**

Gerência de Pesquisa da ANBIMA

### **Redação**

Fernando José Cardim de Carvalho (UFRJ)

### **Revisão**

Renato Mourão

### **Fotografia**

Leandro Viola e Shutterstock

### **Projeto gráfico**

Cauduro Associados

ANBIMA

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230/13º andar - CEP 20031-919 - Tel: (21) 3814-3800

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501, 11º e 21º andares - CEP 05425-070 - Tel: (11) 3471-4200

www.anbima.com.br - anbima@anbima.com.br

Impressão - RWA

R332

Reforma financeira norte-americana: a lei Dodd-Frank /  
Associação Brasileira das Entidades dos Mercados  
Financeiro e de Capitais. \_ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

44 p.; 25 cm. - (Perspectivas)

ISBN 978-85-86500-63-3

1. Mercado financeiro. 2. Regulação bancária. 3. Reforma  
financeira - Estados Unidos. 4. Lei Dodd-Frank. I. Associação  
Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de  
Capitais.

CDD-332



### **Presidente**

Marcelo Giufrida

---

### **Vice-Presidentes**

Alberto Jorge Kiraly  
Alfredo Neves Penteado Moraes  
Demosthenes Madureira de Pinho Neto  
Denise Pauli Pavarina  
José Olympio da Veiga Pereira  
Marcio Hamilton Ferreira  
Pedro Luiz Guerra  
Sergio Cutolo dos Santos

---

### **Diretores**

Alan Dain Gandelman  
Bolivar Tarragó Moura Neto  
Celso Portasio  
João Roberto Gonçalves Teixeira  
José Carlos Lopes Xavier de Oliveira  
José Hugo Lalon  
Luiz Eduardo Passos Maia  
Luiz Fernando Figueiredo  
Márcio Appel  
Pedro Augusto Botelho Bastos  
Regis Lemos de Abreu Filho  
Rodrigo Telles da Rocha Azevedo  
Saša Markus  
Valdecyr Maciel Gomes

---

### **Superintendente Geral**

Luiz Kaufman



# Sumário

Mensagem do Presidente . . . . .	7
Reforma financeira norte-americana: A Lei Dodd/Frank . . . . .	9
Entrevista - Otávio Yazbek (diretor da CVM) . . . . .	32
Bibliografia . . . . .	42





## ► Mensagem do Presidente



**O segundo número de Perspectivas, série lançada pela ANBIMA no final do ano passado, é dedicado à discussão dos principais pontos da Lei Dodd-Frank, uma das respostas do governo dos EUA à crise de 2007/8. Enquanto o primeiro número tratou das características e impactos das mudanças relacionadas ao Acordo de Basileia III, este volta-se para a reforma financeira nos EUA.**

O debate a respeito da reforma norte-americana não deverá se esgotar com a edição da Lei, que ainda será fruto de normatização específica, e deverá balizar as discussões ao redor do mundo,

influenciando o diálogo internacional sobre abordagens possíveis para questões polêmicas relativas à estabilidade financeira e à mitigação de risco sistêmico.

Nesta edição, contamos mais uma vez com a consultoria do professor da UFRJ Fernando José Cardim de Carvalho que nos ajuda a compreender os antecedentes e o processo de preparação da Lei Dodd/Frank, bem como as suas principais disposições. Estas abrangem desde questões atreladas à estrutura do sistema financeiro norte-americano a temas como operações com derivativos, classificação de risco por agências de *rating*, remuneração de executivos financeiros e regras de proteção a consumidores, seguindo, em grande medida, as diretrizes definidas no Acordo de Basileia III.

Trazer esse debate para o Brasil também se justifica pela extensão do pacote de regras adotado pelo governo norte-americano. Sua implementação pode gerar pressões pelo estabelecimento de medidas similares em outros países, levando estruturas de mercados bastante distintas, inclusive com graus diferentes de resiliência à crise financeira, a serem submetidas a tratamentos de mesma natureza regulatória.

Para avaliar os eventuais impactos e a abrangência das propostas contidas na Reforma Financeira Americana, Perspectivas convidou o diretor da CVM, Otávio Yazbek,

que nos brinda com uma reflexão sobre os importantes temas regulatórios em pauta, traçando, sempre que possível, um paralelo com o mercado financeiro doméstico.

Dadas a importância desse debate e as possíveis implicações de seus desdobramentos para os mercados, trata-se de tema que certamente não poderia ser ignorado por *Perspectivas*, publicação que tem como intuito divulgar estudos técnicos relevantes para a economia brasileira, sintetizando duas tradições da ANBIMA: a disseminação de informações e o incentivo ao debate técnico.

Assim, *Perspectivas* convida as instituições associadas, demais representantes do setor financeiro e governo a participarem de mais esta reflexão.



Marcelo Giufrida  
Presidente da ANBIMA

Fevereiro de 2011

## ▶ Reforma financeira norte-americana: A Lei Dodd/Frank

### Antecedentes

Em 21 de julho de 2010, o presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, assinou a Lei Pública 111-203, chamada de Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores, assim nomeada em honra de seus principais proponentes, o senador Chris Dodd e o deputado Barney Frank<sup>1</sup>. Esta Lei culminou o processo de debate de reforma financeira no país detonado pela crise de 2007/8. A promulgação da Lei, no entanto, como se verá mais adiante, está longe de encerrar o processo de reforma. A maioria das suas disposições mais importantes ainda deverá ser objeto de definição prática pelas instituições reguladoras, entre as quais figura com especial proeminência o *Federal Reserve*, para que possa ser implementada.

Desde as reformas financeiras que se seguiram à Grande Depressão que os Estados Unidos assumem regularmente a vanguarda do processo de definição de regras de regulação financeira, especialmente no que tange à regulação prudencial<sup>2</sup>. Isso não se deve apenas a ser aquele país dotado dos mercados financeiros mais amplos, profundos e sofisticados do mundo capitalista, mas também à consciência por parte dos reguladores norte-americanos das vantagens da liderança neste tipo de processo. O caráter internacional da crise financeira iniciada em 2007 forçou os países mais importantes na economia internacional a buscarem algum grau de coordenação e convergência entre suas estratégias e políticas. Foi neste contexto que agrupamentos como o G-20 cresceram de importância, chegando a suplantarem o principal fórum até então, o G-8.

A busca de convergência na implementação de reformas não elimina as vantagens de sair na frente. Pelo contrário, o país que consegue definir e implementar sua própria versão das regras regulatórias antes de seus parceiros, em um mundo financeiramente globalizado, vê seu poder de barganha aumentado pelo argumento de que mudanças legislativas, uma vez implementadas, passam a ser dotadas de grande inércia, já que qualquer alteração significativa implicaria um novo processo de discussão e barganha política reconhecidamente complexo. Assim,

---

1. O texto completo da Lei pode ser encontrado em [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111\\_cong\\_public\\_laws&docid=f:publ203.111.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_public_laws&docid=f:publ203.111.pdf).

2. Uma apresentação mais detalhada do conceito de regulação prudencial e sua evolução no século XX encontra-se no trabalho, anteriormente publicado nesta série, sobre Basileia III.

tendo os Estados Unidos concluído seu processo de reforma antes dos outros, e especialmente antes da União Europeia, podem seus dirigentes reivindicar que qualquer convergência se dê com base nas regras norte-americanas, já definidas, ao invés, por exemplo, das regras europeias, ainda em negociação. Em um mundo financeiramente integrado, regulações nacionais muito diferenciadas tendem a punir instituições financeiras sediadas nos países onde as regras sejam mais restritivas. A busca de homogeneidade é reconhecidamente um objetivo válido, e a importância que assumiu, através dos anos, o Comitê de Basileia para a Regulação Bancária é resultado desse reconhecimento. Assim, se a convergência é um valor compartilhado por todos os participantes, aqueles que definem suas opções primeiro passam a ter alguma legitimidade nas suas demandas sobre as restrições a serem aplicadas às opções de seus parceiros.

Por outro lado, esse processo enfrenta limitações importantes, naturalmente, dadas pelas condições históricas de evolução financeira de cada país ou região. O esforço norte-americano, através da regra de Volcker, de reverter, pelo menos parcialmente, a tendência à criação de bancos universais nos Estados Unidos, que passou a ser permitida com a revogação da Lei Glass-Steagal, dificilmente será reproduzido na União Europeia, historicamente afeita à concepção de bancos universais. Na verdade, a improbabilidade de que a União Europeia e outras regiões do planeta aceitem seguir o mesmo caminho imposto pela nova Lei norte-americana dá ao setor bancário daquele país um poderoso argumento para se opor à regra de Volcker, ou, no presente, para tentar diluí-la. Bancos privados norte-americanos poderão, e certamente o farão, argumentar que a Lei Dodd-Frank lhes cria desvantagens competitivas em face dos bancos europeus, por exemplo, que terão à sua escolha um leque maior de opções operacionais. Mas se grandes traços estruturais dos sistemas financeiros nacionais dificilmente serão decididos à base de prioridades estabelecidas pelos países que "saem na frente", pelo menos em aspectos mais marginais essa vantagem pode ser importante, como no caso, por exemplo, da definição das regras europeias de operação para fundos de *hedge* sediados fora da União Europeia.

Os Estados Unidos, na verdade, já viviam um processo quase contínuo de redefinição de regulação financeira desde o início dos anos 1980, quando se consolidou a percepção de desgaste da estratégia regulatória adotada no período pós-Depressão.

As iniciativas adotadas desde a década de 1980 até o início de 2008 eram movidas principalmente pela preocupação em diminuir o “risco moral” que o sistema prevalecente teria criado, especialmente pela criação dos seguros de depósito. O argumento central era o de que a implantação de seguros de depósitos teria removido o principal elemento de disciplina de mercado sobre o setor bancário. Como os depositantes teriam perdido o medo de ficar sem os seus saldos porque o governo garantia a possibilidade de saque dos seus depósitos, mesmo com o banco emissor sob falência, eles não teriam mais por que “punir” os bancos aventureiros com a retirada de seus depósitos. Por outro lado, livres da atenção dos seus depositantes, os bancos poderiam se dedicar a buscar aplicações excessivamente arriscadas, já que estas pagam normalmente juros excepcionalmente elevados. No caso dessas aplicações darem certo, o banco se apossaria de elevados *spreads*. Se, ao contrário, dessem errado, como era muito provável, dados os riscos assumidos, o banco nada perderia (já que teria aplicado o dinheiro de seus depositantes), nem os depositantes (por causa do seguro do depósito). A conta recairia sobre os contribuintes, que, no esquema de seguro de depósitos existente, são os financiadores últimos do sistema<sup>3</sup>. O risco moral estaria enraizado precisamente nesta assimetria: se a aposta der certo, o banco será recompensado, se der errado, será o contribuinte que será penalizado.

A noção subjacente ao conceito de risco moral é intuitivamente atraente, ainda que haja poucos estudos convincentes sobre sua validade na prática. Na verdade, as instituições bancárias (e especialmente seus acionistas) sofrem perdas significativas quando passam por episódios de estresse, mesmo quando, finalmente, são resgatados pela autoridade pública. De qualquer forma, a preocupação com o risco moral (reforçado pelo aspecto adicional da existência de instituições grandes demais para falir, que criou uma segunda fonte de risco moral), em um contexto de mudanças políticas e ideológicas mais amplas, como o prevalecente nas décadas de 1970 a 1990, estimulou um processo de mudança de estratégia regulatória, genericamente conhecido como liberalização financeira. Nesse processo, também conhecido como desregulação financeira, as responsabilidades dos reguladores foram

---

3. O fundo de seguros seria constituído de contribuições dos bancos, proporcionais a seus depósitos, mas estas contribuições não apenas eram bastante reduzidas como também eram fixadas independentemente do risco específico de cada banco, favorecendo, assim, os bancos de políticas mais arriscadas.

reduzidas e o espaço de decisão privada alargado. Restrições sobre a fixação de taxas de juros no setor bancário foram eliminadas, e a especialização funcional das instituições bancárias gradativamente reduzida até sua completa eliminação, com o fim da Lei Glass-Steagal em dezembro de 1999. Não apenas um grande número de regras foi eliminado dos estatutos, como também os próprios dirigentes das principais instituições reguladoras assumiram uma posição liberalizante, como atestou o principal deles, Alan Greenspan, em suas memórias recentemente publicadas<sup>4</sup>.

Dois argumentos foram centrais nesse movimento de mudança de estratégia regulatória. Por um lado, julgou-se que a intervenção pública no funcionamento dos mercados financeiros tinha se tornado excessiva, criando custos de obediência elevados e reduzindo a eficiência da operação desses mercados. Por outro, alegou-se que o excesso de controles nos Estados Unidos prejudicava a competitividade das instituições financeiras norte-americanas nos mercados contestados internacionalmente. Foi exatamente esse segundo argumento que levou à transformação do Comitê de Basileia em um fórum de coordenação de estratégias regulatórias adotadas nos países mais avançados e à formulação dos acordos de Basileia.

Muitas iniciativas de reforma regulatória foram tomadas, especialmente a partir dos anos 1980, orientadas pelos princípios que acabamos de descrever. No entanto, essas reformas se deram de forma fragmentada, frequentemente através de medidas parciais e localizadas, sem um arcabouço coerente mais definido, exceto pelo intuito, que se mostraria excessivamente vago na prática, de reduzir o peso da intromissão regulatória na operação dos mercados financeiros.

No início de 2008, o então secretário do Tesouro norte-americano, Henry Paulson, divulgou um extenso documento, apresentando um plano de reforma financeira voltado, em grande parte, para a consolidação e racionalização das iniciativas já tomadas, e redefinindo a estrutura da supervisão financeira no país, em que as responsabilidades estão distribuídas entre um grande número de instituições.<sup>5</sup> Apenas reguladores bancários federais, por exemplo, existem três: o *Federal Reserve*, o FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*, corporação que administra o seguro de

---

4. Alan Greenspan, *The Age of Turbulence*, Penguin Press, 2007.

5. <http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>.

depósitos) e o OCC (*Office of the Comptroller of the Currency*, do Departamento do Tesouro). Além disso, há também reguladores bancários estaduais. Bancos de investimento e outras instituições atuantes nos mercados de títulos estão sob a jurisdição da SEC (*Securities Exchanges Commission*). Os derivativos que são objeto de regulação (já que a maioria dos derivativos de balcão não são cobertos por qualquer tipo de regra regulatória) são regulados pela CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*). Seguradoras são reguladas principalmente pelos estados, o que implica a existência de 50 reguladores diferentes, e assim por diante.

Em parte, a multiplicação de reguladores resultou da especialização funcional imposta às instituições financeiras pela Lei Glass-Steagal: como elas deveriam se especializar por segmento de operação, os supervisores também foram criados (ou especializados, no caso dos já existentes) em linhas semelhantes. O fim da Lei Glass-Steagal, substituída pela Lei Gramm-Leach-Bliley em 1999, contudo, tornou essa forma de organização do aparato de supervisão financeira relativamente obsoleta, já que, de acordo com a nova Lei, uma instituição financeira agora poderia operar em vários segmentos dos mercados. O contraste entre a organização industrial do setor financeiro e a estrutura regulatória se tornou fonte de ineficiência para ambos os lados: as instituições estariam sujeitas a múltiplos estatutos regulatórios, enquanto a fragmentação do aparato regulatório favorecia não apenas a arbitragem regulatória, como, especialmente, o surgimento de áreas de atuação que não eram cobertas por qualquer espécie de supervisão, verdadeiros buracos negros em termos de regulação e supervisão, fraqueza que se revelou de modo dramático na crise financeira de 2007/8.

O Plano Paulson tinha como prioridade avançar na racionalização dessa estrutura. A crise financeira, no entanto, levou o plano ao completo esquecimento poucos meses após seu lançamento. Na verdade, o plano de certa forma ignorava a fragilidade que já caracterizava o setor, pelo menos desde o ano anterior ao seu lançamento. Após uma discussão relativamente superficial de suas forças e fraquezas, o plano foi engavetado sem maior ruído. Foi apenas no início da nova administração, sob o presidente Obama, que uma nova iniciativa de reforma regulatória foi elaborada, voltada em parte para o mesmo objetivo de reformar a estrutura regulatória, mas inspirada, como era inevitável que ocorresse, pela necessidade de dar uma resposta aos focos da crise financeira de 2007/2008, já bastante ameaçadora no início de 2008.

Propostas de reforma institucional são sempre o resultado de compromissos e do esforço de atração de apoios políticos. Por isso mesmo, elas raramente refletem uma posição inteiramente coerente, em resultado da tentativa de acomodar possíveis alianças que viabilizem a aceitação da proposta. O diagnóstico central em que se baseou a proposta Obama se opôs dramaticamente ao prevalecente anteriormente. A voz dominante entre os formadores de opinião mais influentes apontava para o excesso de liberdade, resultante da desregulação financeira, como uma causa importante da crise. Por conta da desregulação, inovações financeiras, especialmente através dos processos de securitização e de ressecuritização<sup>6</sup>, teriam permitido a ocultação de riscos associados às diversas classes de ativos, levando investidores a decisões equivocadas. Além disso, a complexidade das operações das próprias instituições financeiras teria crescido ao ponto de torná-las ingovernáveis, o que foi evidenciado pelo desconhecimento demonstrado por muitos executivos dos riscos efetivamente assumidos pelas suas próprias instituições. Conflitos frequentes de interesse entre diferentes tipos de instituições financeiras, entre executivos e acionistas, entre gestores de riqueza e aplicadores, entre instituições financeiras e reguladores interessados na salvaguarda da estabilidade financeira, dentre outros, teriam contaminado praticamente todos os tipos de instituição financeira.

## O Processo de Preparação da Lei Dodd/Frank

No quadro descrito, o processo efetivo de reforma se iniciou com a divulgação pela administração Obama de um documento contendo a visão estratégica que deveria orientar a proposta efetiva de reforma, que seria concretizada através do processo legislativo<sup>7</sup>. Esse documento inicial foi julgado tímido por grande parte dos analistas, já que ao diagnóstico severo das falhas do sistema financeiro prevalecente se seguiam recomendações pouco definidas e aparentemente ineficazes em face da dimensão dos problemas criados pela crise. Em particular, muitos chamaram a atenção para o pouco que o projeto dizia sobre o gigantismo das principais instituições bancárias norte-americanas, que tinham se tornado “grandes demais para falir”, forçando o contribuinte a arcar com enormes despesas para seu resgate em 2008. Da mesma forma, nem o gigantismo das agências semipúblicas de apoio

6. Ressecuritização refere-se à emissão de papéis lastreados em outros papéis securitizados, como mais notoriamente no caso dos CDOs e CDOs “ao quadrado” (*collateralized debt obligation* e *collateralized debt obligation squared*).

7. O documento original pode ser encontrado em [http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport\\_web.pdf](http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf).



ao financiamento imobiliário, como a Fannie Mae e o Freddie Mac, nem suas práticas de mercado, criticadas por vários analistas, foram abordados no projeto<sup>8</sup>.

Durante o ano de 2009, essa proposta, no entanto, foi examinada pela Câmara dos Representantes (o equivalente da Câmara dos Deputados no Brasil) e transformada em um projeto específico de lei. Depois de um processo relativamente difícil de negociações, dada a polarização que tem caracterizado o debate entre Democratas e Republicanos nos últimos anos, um projeto foi aprovado pela Câmara, em dezembro de 2009, e enviado ao Senado para apreciação. O comentário mais frequentemente veiculado pela imprensa mais influente com relação a esse projeto se referia principalmente à sua “falta de dentes”, isto é, à ausência de medidas mais profundas para remediar as distorções que haviam levado à crise financeira e, ainda mais importante, prevenir crises futuras.

Um grande número de analistas viu nas eleições extraordinárias no Estado de Massachusetts para o provimento do lugar no Senado antes ocupado pelo falecido senador Edward Kennedy, em dezembro de 2009, um divisor de águas essencial no posicionamento da administração Obama com relação ao projeto de Reforma Financeira. A inesperada vitória do candidato representante de um grupo do Partido Republicano que vem se notabilizando pelo radicalismo de suas posições conservadoras, o *Tea Party*, na conquista de uma cadeira de forte conteúdo simbólico, como a de Edward Kennedy, levou o governo Obama a mandar propostas adicionais ao Senado, para incorporação ao projeto aprovado pela Câmara, entre as quais se incluía, com destaque, a Regra de Volcker, cujo conteúdo será explicitado mais adiante.

Na discussão no Senado, outras emendas foram também agregadas, geralmente na direção do endurecimento das disposições adotadas anteriormente pela Câmara e acrescentando novas exigências. Algumas dessas emendas acabaram rejeitadas, como a que propunha o retorno puro e simples à Lei Glass-Steagall, restabelecendo a proibição da operação conjunta de bancos comerciais e bancos de investimento. Outras, como a Emenda Lincoln, que estabeleceu limites relativamente estreitos para a operação de bancos com derivativos, foram incorporadas e estão mantidas, com atenuantes, na Lei promulgada pelo presidente em julho.

---

8. Fannie Mae e Freddie Mac são os nomes populares de duas empresas semipúblicas norte-americanas, a FNMC (Federal National Mortgage Association) e a FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporation), criadas, a primeira na década de 30 e a segunda em 1970, para dar apoio ao mercado de financiamento hipotecário nos Estados Unidos.

Como o projeto aprovado pelo Senado era diferente daquele aprovado pela Câmara, foi necessário submetê-lo a um comitê de reconciliação, com membros dos dois partidos, provindos tanto da Câmara quanto do Senado. Uma proposta comum foi preparada e submetida a novas votações nas duas casas do Congresso norte-americano. Nesse processo, arestas tiveram de ser aparadas, para que se obtivesse a aprovação do projeto final, e várias disposições foram modificadas, atenuadas ou até mesmo abandonadas. O documento finalmente aprovado foi transformado em Lei com a assinatura do presidente em 21 de julho.

Como nos referimos no início deste trabalho, a promulgação da Lei de Reforma Financeira pelo presidente está longe de ter encerrado o processo de definição regulatória. Na verdade, em praticamente todos os itens do projeto, definições legais essenciais e o estabelecimento de parâmetros de operação foram deixados aos supervisores para decisão futura. A Lei fixou os princípios que devem ser seguidos e os prazos em que as definições devem ser divulgadas, mas transferiu aos supervisores a função de concretizar o seu conteúdo operacional. Assim, conceitos como “*swaps*” e “*swap dealer*”, por exemplo, ou “fundos de *hedge*”, ou mesmo “capital”, entre inúmeros outros, terão de ser definidos pelos supervisores para que parâmetros qualitativos e quantitativos possam ser estabelecidos e para que, finalmente, se possa promover o enquadramento das atividades das diversas instituições e mercados na nova Lei. A maior ou menor amplitude de interpretação que se der a cada um desses conceitos implicará a maior ou menor limitação da atividade permitida às diversas classes de instituições financeiras, ou os termos que caracterizarão essa permissão. Por essa razão, é de se esperar um intenso trabalho de *lobby* de instituições financeiras, bem como de outros grupos interessados no resultado desse processo, inclusive de consumidores de serviços financeiros, junto às instituições supervisoras de modo a influenciar o resultado desse esforço final de finalização de regras<sup>9</sup>.

## Pontos Centrais da Lei Dodd-Frank (Principais Disposições)

A Lei Dodd-Frank é extremamente ambiciosa na sua cobertura. O grande número de áreas sobre as quais os legisladores se debruçaram se reflete na enorme extensão do

---

9. Uma análise da Lei feita pelo escritório norte-americano de advocacia Davis Polk calculou que ela exige a realização de 67 estudos por instituições oficiais variadas para fundamentação de decisões posteriores, e a fixação de 243 definições e parâmetros pelas instituições reguladoras.

documento: são centenas de páginas, dispendo sobre práticas de mercado, áreas de atuação de instituições financeiras privadas, atribuições de reguladores etc. O consenso entre analistas é que os elementos de importância central são identificáveis com relativa facilidade, e serão descritos a seguir.

## Segurança Sistêmica

O controle do risco sistêmico é, provavelmente, o grande tema tratado nessa Lei. A ênfase dada a esse aspecto é, no entanto, no contexto atual menos surpreendente do que a constatação de que é inédito o próprio reconhecimento de que a administração e contenção do risco sistêmico é um objetivo da regulação financeira<sup>10</sup>. O foco tradicional da regulação prudencial sempre esteve voltado para a instituição individual. Em parte, porque risco sistêmico é um conceito teórico de definição operacional relativamente difícil. Riscos sistêmicos podem emergir de formas quase impossíveis de previsão segura, como ocorre quando há uma crise de confiança, por exemplo. Muitas crises financeiras são geradas a partir de eventos que, em si, têm pouca importância, mas que têm seu impacto amplificado pelo que o público interpreta que eles possam estar sinalizando com relação ao futuro. Por outro lado, riscos sistêmicos referem-se ao que economistas chamam de externalidades negativas, que são efeitos que a ação de algum agente pode ter sobre terceiros, sem que estes últimos possam fazer qualquer coisa para evitar esse impacto. Novamente, uma crise de confiança é um exemplo dessas externalidades. Uma instituição financeira que sofra uma corrida ou um ataque pode sinalizar ao público que todo o setor de que faça parte esteja em perigo. Finalmente, a filosofia subjacente às estratégias regulatórias empregadas no século XX era a de que a melhor forma de conter riscos sistêmicos era ter instituições financeiras individualmente fortes e mercados individualmente bem supervisionados: quando ninguém está exposto a ameaças, o sistema também não estará.

A crise financeira de 2007 teria demonstrado que essa abordagem é insuficiente. A preocupação com a regulação, que o BIS passou a chamar de macroprudencial, isto é, voltada não apenas para a segurança de instituições individuais, mas também para

---

10. Esse relativo ineditismo se reflete nas dificuldades que cercam outras tentativas de incorporar a dimensão sistêmica nas propostas de revisão da regulação, como, por exemplo, em Basileia III.

a segurança sistêmica propriamente dita, tornou-se central na retórica de reforma regulatória, ainda que nem sempre seja claro de que consistiria essa regulação.

Dada a dificuldade de definição *a priori* de manifestações concretas de risco sistêmico, a Lei Dodd-Frank determinou a criação de um Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira, cuja função primordial é precisamente a de identificar sinais precoces de acumulação de desequilíbrios que possam conduzir a uma crise sistêmica e tomar as providências que se fizerem necessárias para evitar a eclosão de uma crise. Esse Conselho será liderado pelo secretário do Tesouro e reunirá representantes de todos os órgãos de regulação e supervisão financeira do país.

Entre as atribuições mais importantes desse Conselho está não apenas a de definir indicadores antecedentes de acumulação de riscos sistêmicos, mas também a de identificar instituições e mercados que possam ser fontes de risco sistêmico e que devam ter seus mecanismos de defesa aumentados ou trazidos sob a guarda do *Federal Reserve*, mesmo que não sejam bancos. Instituições bancárias com ativos iguais ou superiores a US\$ 50 bilhões serão automaticamente qualificadas de sistemicamente relevantes, mas a Lei dá ao Conselho poderes para também enquadrar como sistemicamente relevantes e, portanto, sujeitos não apenas a formas particulares de monitoração, mas também a restrições sobre suas atividades, bancos com valor de ativos inferior àquele montante, instituições financeiras não bancárias e até mesmo braços financeiros de instituições não financeiras. Entre os indicadores de relevância sistêmica, além de tamanho, importância especial será dada ao grau de interconexão da instituição com outras, alavancagem, natureza de ativos e passivos, dependência de financiamentos de curto prazo, e quaisquer outros que o Conselho venha a definir como relevantes. O enquadramento dependerá de decisões qualificadas do Conselho, mas, uma vez que uma instituição seja enquadrada na classificação de relevância sistêmica, ela estará sujeita à supervisão pelo *Federal Reserve* como se banco fosse e, assim, às demandas e sanções correspondentes no que concerne a coeficientes de capital, taxas de alavancagem, restrições sobre passivos etc. A Lei cria um órgão de subsídio à operação do Conselho, o Escritório de Pesquisa Financeira, com autoridade para demandar informações sobre qualquer companhia financeira que possa representar uma ameaça à estabilidade financeira dos Estados Unidos.

Seguindo o caminho já adotado por entidades como o Comitê de Basileia, as exigências regulatórias poderão ser customizadas, isto é, desenhadas de acordo com o perfil específico da instituição supervisionada e com o grau de risco que se lhe reconhecer. As exigências, por exemplo, em termos de capital regulatório, mas até mesmo em termos de permissão de operação em segmentos específicos do mercado, ou de apelo a certas formas de financiamento (especialmente as definidas como de curto prazo), serão fixadas de acordo com o seu próprio perfil de atividades, com a qualidade do seu aparato de administração de riscos, e outras características que contribuam para determinar sua exposição a riscos e os impactos que uma possível interrupção de operações possa ter sobre o resto do mercado financeiro e da economia. O Conselho de Estabilidade poderá, até mesmo, sob certas condições, ordenar a partição de uma dada instituição financeira, forçando-a a abandonar uma ou mais atividades.

A esses poderes soma-se a exigência de que instituições sistemicamente importantes preparem os chamados *living wills*, isto é, planos de encerramento ordenado de atividades em caso de quebra, de modo a evitar pressões inesperadas sobre segmentos do mercado financeiro que possam causar pânico e contágio. O não cumprimento desta condição poderá ser punido com o aumento de exigências de capital e outras restrições sobre a atividade normal da instituição.

Muitos analistas duvidam da eficácia dessa medida, seja em termos do rigor ou realismo com que tais planos venham a ser realizados, seja pela possibilidade de implementar planos ordenados de fechamento de uma dada instituição financeira. No entanto, a preparação dos chamados testamentos em vida parece ser uma demanda presente nas propostas de reforma financeira a serem desenvolvidas em vários países ou regiões, inclusive na Inglaterra e na Europa continental. De qualquer forma, na Lei Dodd-Frank essa demanda regulatória deve ser vista em conjunto com a atribuição de autoridade ao Conselho de Estabilidade para determinar a liquidação de instituições financeiras, colocando-as sob administração do FDIC (exceto quando se tratar de câmaras de compensação). Esperam os autores da Lei que a atribuição desse poder venha a evitar no futuro as operações de resgate de bancos e outras instituições, como ocorreu com o Citicorp ou a AIG, em que a alternativa ao salvamento era a liquidação desordenada que poderia demolir o restante do fragilizado mercado financeiro norte-americano. Essas operações de resgate, extremamente impopulares, foram justificadas

exatamente pela necessidade de impedir o pânico adicional que poderia ser causado pelo fechamento de uma grande instituição, que poderia perturbar muitos mercados ao mesmo tempo, aumentando de forma possivelmente insuportável os níveis de incerteza sofridos pelos participantes do mercado financeiro. Com o poder de intervenção acrescido agora pela Lei Dodd-Frank, e apoiado na existência de “testamentos em vida” das instituições de importância sistêmica, o FDIC poderia substituir os resgates pelo fechamento ordenado dessas empresas.

Essa intenção, aliás, é complementada pela proibição contida na lei de concessão de ajuda de liquidez por parte do FDIC a instituições individuais. Operações de oferta extraordinária de liquidez só serão autorizadas quando existir um “evento de liquidez”, o que ocorrerá quando o secretário do Tesouro solicitar ao *Federal Reserve* e ao FDIC o reconhecimento formal dessa situação. A ajuda terá de ser oferecida ao mercado e não mais a instituições específicas. Com isso, um instrumento de apoio largamente utilizado no país na crise de 2007/8, de ajuda a instituições específicas, passará a ser ilegal.

Ainda outras duas disposições adicionais reforçam o intuito de reduzir a possibilidade de resgate de instituições individuais. Por um lado, há o mecanismo conhecido como Hotel Califórnia, em referência a uma conhecida canção de *rock and roll*, pelo qual instituições que tenham mudado seu enquadramento regulatório por qualquer razão durante uma crise não poderão voltar ao seu *status* anterior para evitar a obrigação de cumprimento de exigências mais difíceis. Como no verso da canção, “é possível encerrar a conta, mas não é possível deixar o hotel”. Instituições como o banco de investimento Goldman Sachs, por exemplo, que mudaram seu enquadramento para efeitos de regulação em 2008 para *holding* bancária, com o intuito de ter acesso à rede de segurança do *Federal Reserve*, não poderão simplesmente reverter ao enquadramento anterior, para bancos de investimento, para evitar exigências feitas sobre *holdings* bancárias em decorrência da nova Lei.

Outra disposição, de eficácia considerada duvidosa, é a proibição explícita de uso de recursos de contribuintes para cobrir os custos de intervenção e fechamento de instituições financeiras. Embora a Lei determine que acionistas percam seu capital e que credores sofram perdas na extensão que for necessária, não é óbvio que isso seja suficiente para cobrir todos os custos de fechamento de instituições de grandes

dimensões. O FDIC, de qualquer forma, recebe, na nova Lei, a autoridade para cobrar do setor bancário como um todo os custos de intervenção. Resta saber, no entanto, se em meio a uma crise, com o setor fragilizado, essa disposição poderá realmente ser aplicada.

Vale mencionar que as propostas iniciais de reforma especificavam a criação de um imposto sobre a atividade bancária exatamente para a criação de um fundo de financiamento de processos de encerramento de atividades de instituições financeiras<sup>11</sup>. O valor desse fundo (e do imposto correspondente) variou de proposta a proposta, assim como a data de sua cobrança, se, antes de uma crise, de forma a criar um fundo preventivo ou, posterior, de forma a ratear os custos efetivamente incorridos na resolução de crises. Nas negociações parlamentares, no entanto, esse imposto acabou sendo eliminado.

### A Regra de Volcker

Esta é, sem dúvida, a disposição da Lei Dodd-Frank que acabou por adquirir a maior notoriedade nos debates no Senado norte-americano. Anunciada como uma demanda inegociável pelo presidente Obama, a regra de Volcker foi acrescentada ao projeto depois de sua aprovação pela Câmara e foi interpretada como uma de suas disposições mais radicais. De fato, a proposta foi apresentada como uma alternativa mais adequada e menos onerosa de se reconquistar a estabilidade perdida com o fim da Lei Glass-Steagal.

A regra é relativamente simples na sua concepção original. Por ela, os beneficiários da rede de proteção constituída pelo acesso ao empréstador de última instância (guichês de liquidez) ou ao seguro de depósitos não poderiam mais realizar transações de compra e venda de papéis em carteira própria (*proprietary trading*), ou seja, operações voltadas para a especulação com preços de papéis. Este tipo de operação foi identificado como o principal canal de comportamento especulativo que teria colocado as instituições bancárias em risco. Os bancos teriam usado seus próprios recursos para fazer as apostas que os expuseram ao risco de crédito e de

---

11. Nas propostas de reforma em discussão na União Europeia, ainda se considera a possibilidade de taxação dos bancos para alimentar uma espécie de fundo de estabilização financeira.

liquidez resultante da aquisição de papéis securitizados ou através da aposta em derivativos. A expectativa de Paul Volcker, o ex-chefe do *Federal Reserve Board* que propôs originalmente essa regra, era a de que instituições mais voltadas para o crédito tradicional abririam mão com relativa facilidade dessa linha de negócio, enquanto que bancos de investimentos optariam por preservar sua liberdade para explorar oportunidades mais especulativas e, por isso mesmo, mais arriscadas. Para Volcker, a proibição de que bancos que mantivessem o acesso à rede de segurança continuassem a fazer operações de negociação de papéis com recursos próprios acabaria tendo, assim, o mesmo papel que teve no passado a Lei Glass-Steagal: forçar as instituições a escolher entre operações bancárias tradicionais de crédito, com rentabilidade esperada possivelmente menor, mas protegidas pela rede de segurança, e operações com compra e venda de papéis, potencialmente mais lucrativas, mas também mais arriscadas e sem acesso à proteção da autoridade monetária, do FDIC etc.

As restrições, na verdade, não se limitariam à aplicação direta de recursos próprios em papéis negociáveis. A Regra de Volcker também propunha a proibição de que instituições bancárias, isto é, aquelas cobertas pela proteção do Estado, pudessem investir seu capital próprio, ou patrocinar, de alguma forma, fundos de *hedge* e fundos de *private equity*.

Ao que tudo indica, portanto, esperava a administração Obama que o resultado da Regra de Volcker fosse o mesmo que o da Lei Glass-Steagal: uma vez que as instituições individuais escolhessem sua estratégia de operação, elas teriam de liquidar suas facilidades voltadas para as operações banidas. A vantagem desse procedimento alternativo em contraste com a Lei Glass-Steagal seria, possivelmente, a maior facilidade de definição de critérios para a escolha, já que inovações financeiras recentes tenderam a obscurecer as barreiras tradicionais que separavam operações de crédito das operações com títulos: a Regra de Volcker diferencia a origem dos recursos, mais do que o alvo das operações.

Desde que foi proposta pelo presidente, em janeiro de 2010, a Regra de Volcker gerou forte reação no setor bancário, o que foi encarado como um indicador de que a regra teria eficácia na limitação de comportamentos especulativos no setor bancário. As pressões de representantes do setor sobre os senadores, e depois sobre



os congressistas em geral, não foram suficientes para evitar a inclusão da regra na Lei finalmente aprovada, mas atenuou seus prováveis efeitos.

Assim, a versão da Regra de Volcker presente na Lei Dodd-Frank não chega a proibir as operações especulativas em carteira de negociação própria, nem as aplicações em fundos de *hedge* ou *private equity*, ou o patrocínio desses fundos. Com relação à operação com carteira de títulos, há uma série de exceções à proibição. Essas exceções ou cobrem papéis de baixo risco, como títulos públicos, ou de agências patrocinadas pelo governo (como a Fannie Mae e o Freddie Mac), ou em operações motivadas por estratégias de *hedge*, ou no interesse de clientes. Também ficou aberta a possibilidade de criação de subsidiárias capitalizadas independentemente. As exceções dependem, de qualquer modo, da inexistência de conflito de interesses com clientes e da não geração de riscos sistêmicos. Finalmente, a Regra de Volcker não se aplica a instituições financeiras não bancárias, mas, se estas forem consideradas sistemicamente relevantes, o *Federal Reserve* poderá lhes impor exigências de capital regulatório destinadas a compensar esses riscos.

Com relação à participação em fundos de *hedge* e de *private equity*, as restrições acabaram sendo menos drásticas. Desde que não haja conflitos de interesse ou ameaça sistêmica, e que o banco declare explicitamente que nenhuma garantia é estendida por ele às aplicações do fundo, será permitida sua participação. No entanto, essa participação não pode exceder 3% do capital do fundo no prazo de um ano da sua criação, nem a soma das participações exceder 3% da faixa 1 do capital do banco. A formulação inicial era mais restritiva, limitando a participação agregada em fundos a 3% do capital em ações, mas a disposição foi abrandada no Congresso para a forma agora vigente.

Às proibições impostas pela Regra de Volcker se somaram as restrições sobre a operação de bancos com derivativos, propostas pela senadora Blanche Lincoln. A emenda Lincoln proibia bancos que usufruem da proteção do Estado de agirem como contrapartes em *swaps*, vendendo esses contratos, por razões semelhantes às alegadas no caso da Regra de Volcker. Novamente, a proposta gerou forte oposição das instituições bancárias e, neste caso, a oposição contou com o apoio do governo norte-americano e do próprio Paul Volcker, para quem a passagem da Regra de Volcker já seria suficiente para evitar os impactos mais perigosos da especulação sobre o setor.

A emenda Lincoln acabou por permitir a oferta de *swaps* por bancos qualificados para receber assistência federal em conexão com a oferta de empréstimos a clientes ou na constituição de *hedges*, ou como forma de mitigação de risco para si próprios. Apenas a operação na qualidade de *swap dealers* está banida, o que se considerava já ser consequência da Regra de Volcker de qualquer forma.

Vale notar que a definição formal de *swap dealer* (como muitas outras) ainda deverá ser estabelecida. Por outro lado, a Lei Dodd-Frank diferencia *swaps* de *swaps* com títulos, caindo o primeiro sob a jurisdição da CFTC e o segundo da SEC. O alcance da disposição legal, aqui como em quase todas as outras provisões dessa Lei, dependerá do entendimento do regulador sobre o sentido formal da denominação.

## A Emenda Collins

Essa emenda foi apresentada por solicitação da presidente Sheila Baird da Corporação Federal de Seguros de Depósitos (FDIC), e torna as especificações avançadas pelo Comitê de Basileia parte da Lei Dodd-Frank. Os reguladores norte-americanos terão de estabelecer valores para esses indicadores. Desse modo, em tese, a concepção dos coeficientes de capital como proporção dos ativos ponderados pelo risco será estabelecida em igualdade de condições com o resto do mundo (assumindo que todos implementem realmente as propostas do Comitê). O mesmo valerá para a taxa de alavancagem, para os requisitos de liquidez e para os amortecedores anticíclicos<sup>12</sup>. Os valores dos indicadores, porém, poderão ou não ser coincidentes com os sugeridos por Basileia. Se os coeficientes estabelecidos pelo Comitê forem inferiores aos decididos pelos reguladores locais, os bancos norte-americanos poderão se ver novamente penalizados na sua competitividade em relação a bancos sediados em outros países.

Como as propostas do Comitê de Basileia são apenas uma parte da Lei Dodd-Frank, que lista um grande número de disposições adicionais (a maioria delas estabelecendo restrições à atividade financeira ou aumentando seus custos), não há grande risco em afirmar que a implementação da reforma financeira nos Estados Unidos fatalmente

---

12. Veja-se Basileia III, nesta série.

dará lugar a uma imediata pressão dos bancos norte-americanos pelo estabelecimento de restrições similares em outros países, de modo a “nivelar o campo de jogo”. Foram argumentos semelhantes que, nos anos 80, levaram a Basileia I. Certamente, não poderá ser surpreendente que demandas semelhantes emergjam novamente.

## Derivativos

Como outras iniciativas contemporâneas (Basileia III, por exemplo, além das propostas de reforma em exame na União Europeia), a Lei Dodd-Frank estabelece demandas sobre o mercado de derivativos voltadas para a redução das operações de balcão e para o aumento da transparência desse mercado.

As principais exigências legais que recaem sobre o mercado de derivativos têm a ver com o objetivo de que a liquidação de contratos passe a se dar sempre através de câmaras de compensação (*clearing*). A Lei parece se apoiar no princípio de que, idealmente, derivativos deveriam ser negociados em mercados públicos, como bolsas. No entanto, reconhece-se que certas operações demandam derivativos customizados, impossíveis de se negociar em bolsas, onde algum grau de padronização de contratos é essencial. Para combater a opacidade de mercados de balcão, estabeleceu-se a exigência de registro de contratos, evitando que contrapartes (e supervisores financeiros) sejam eventualmente surpreendidos pela extensão da exposição de seus parceiros em situações de estresse.

Já a exigência de liquidação de contratos derivativos em câmaras de compensação visa a aumentar o grau de estabilidade com que esse segmento opera. A aceitação dessas obrigações implica, por exemplo, o depósito de margens que garantam a solvência dos contratos. A combinação de registro e liquidação via câmaras deverá evitar casos notórios como o da AIG, vendedora de instrumentos como os CDSs sem qualquer medida ou provisão de capacidade de pagamento.

O reconhecimento de que a exigência de margens deverá encarecer de forma substancial a oferta de derivativos levou os autores da Lei a excluírem de seu alcance as operações realizadas por instituições não financeiras como *hedge* para suas atividades. Operações interfinanceiras, em contraste, não se beneficiarão de nenhuma exceção.

Ainda outra disposição importante, mas remetida para estudo e decisão posterior, refere-se a conflitos de interesse e à conveniência de definir o dever fiduciário de instituições financeiras ofertando derivativos. Legalmente, a consagração do princípio do dever fiduciário implicaria a proibição de que as instituições financeiras operando no mercado de derivativos pudessem fazer qualquer outra operação com esses ativos que pudesse prejudicar o cliente original. O que a Lei Dodd-Frank tentaria coibir com essa disposição seriam casos como o que levou a SEC a abrir processo contra o banco de investimentos Goldman Sachs, em que esta instituição, após vender CDSs contra um determinado risco de crédito, passou a fazer vendas a descoberto (*short selling*) destinadas a reduzir seu valor de mercado. Estivesse esse tipo de operação coberto pelo princípio do dever fiduciário, o banco não poderia tê-la realizado.

As instituições financeiras reagiram fortemente à proposta original, alegando que tal restrição os impediria de operar como *market makers*, reduzindo drasticamente a liquidez desses segmentos do mercado. Este argumento acabou por levar os legisladores a demandar estudo adicional, postergando a decisão correspondente.

### Agências de *Rating*

Um dos aspectos mais notórios da crise financeira de 2007/2008 foi o desempenho das agências de *rating*, universalmente condenadas pela inabilidade em medir adequadamente os riscos de crédito de papéis securitizados. Em meio à avaliação do papel dessas agências na geração da crise, muitos casos de comportamento impróprio foram observados, especialmente, e similarmente ao que havia acontecido no início da década com relação a empresas de auditoria, a expansão da oferta de serviços vendidos por elas para cobrir consultorias aos emissores de papéis securitizados. Vários casos foram detectados em que as agências de *rating* orientavam emissores de papéis securitizados sobre as características de contratos que poderiam lhes garantir *rating* elevado.

A legislação preexistente nos Estados Unidos impede a intervenção nos métodos utilizados pelas agências para o cálculo dos *ratings* de cada contrato. Por isso, a Lei Dodd-Frank se volta para a demanda de definição de controles eficazes, internos

às agências, para evitar conflitos de interesse e desvirtuamento da missão dessas instituições. Por outro lado, os métodos de avaliação terão de ser transparentes. A descoberta de evidências de desleixo nas diligências ou má-fé poderá levar a ações criminais por fraude. A situação, até então prevalecente, era o entendimento de que essas agências apenas emitiam opiniões, não sendo imputáveis por maus resultados devidos à aceitação dessas mesmas opiniões. Pela nova Lei, a avaliação das agências deixará de ser protegida pela Primeira Emenda, que garante a liberdade de opinião.

Certamente, a medida mais impactante no que se refere a essas instituições foi postergada, que é a possibilidade de “desoficializar” as agências de *rating*, isto é, remover dos estatutos legais e regulatórios referências a elas. Vários regulamentos, especialmente os que regem políticas de investimento de fundos, estabelecem restrições de investimento a papéis que não tenham sido objeto de avaliação por agências de *rating* reconhecidas pelo governo e que tenham recebido nota em categorias definidas (por exemplo, o grau de investimento). As referências a agências de *rating* deverão ser removidas desses estatutos, redefinindo-se as exigências que nelas se apoiavam.

### Manter “a pele” em jogo

A expressão inglesa refere-se à exigência que originadores e ofertantes de papéis securitizados sejam obrigados a manter em sua própria carteira 5% do total emitido, sem possibilidade de *hedge*. Há, contudo, exceções permitidas, quando se tratar de papéis julgados inequivocamente seguros. Esta medida era amplamente esperada, já presente também em várias outras iniciativas de reforma, inclusive de Basileia III.

### Remuneração de Executivos

A Lei Dodd-Frank estabeleceu três disposições sobre esse tópico, também objeto de grande atenção da opinião pública norte-americana (maior mesmo que a atenção recebida pelo desempenho das agências de *rating*). A primeira das medidas impõe transparência nas estruturas de remuneração das instituições bancárias, exigindo a divulgação inclusive do quociente entre a maior remuneração de executivos e a mediana de salários da instituição. Além disso,

acionistas poderão, periodicamente, votar (mas sem poder de compulsão) a estrutura de pagamentos da instituição financeira.

A segunda estabelece uma regra de devolução (*clawback*) de compensação recebida por desempenho, como bônus e similares, quando ficar estabelecido que o pagamento foi indevido em um horizonte predefinido.

Finalmente, os esquemas de remuneração deverão ser avaliados por comitês de risco da instituição, para avaliar sua adequação às estratégias de risco adotadas pelo banco.

## Bureau de Proteção a Consumidores

Um dos elementos mais polêmicos da Lei Dodd-Frank foi a criação do Bureau de Proteção a Consumidores (*Bureau of Consumer Financial Protection*, BCFP). As instituições financeiras se opuseram fortemente à proposta, por temer suas decisões. Reguladores se opuseram, ainda que de forma mais discreta, à iniciativa por temor de redução de sua preeminência na supervisão financeira. Já a opinião pública parece ter se mobilizado para viabilizar a proposta, e o próprio presidente Obama, mais de uma vez, declarou publicamente que a criação do Bureau era inegociável.

O BCFP foi criado com amplos poderes de supervisão e imposição de procedimentos, como uma entidade autônoma alojada no aparato do *Federal Reserve*, mas sem qualquer subordinação a ele. Seu presidente será apontado pelo presidente dos Estados Unidos e suas decisões serão finais, exceto pela possibilidade de apelo de outras instituições reguladoras ao Conselho de Estabilidade Sistêmica, de cuja criação se falou no início desta seção.

Apesar do poder atribuído ao BCFP na Lei Dodd-Frank, sua atuação, na prática, dependerá dos seus estatutos internos, a serem ainda criados, que traduzirão esses poderes abstratos em procedimentos concretos. Espera-se com alguma expectativa a nomeação do chefe do Bureau, o que deverá sinalizar a direção em que esse esforço de definição de regras deverá caminhar.

## Cartões de Crédito

A Lei define ainda restrições sobre a cobrança de comissões sobre a cobrança de despesas feitas através de cartões de crédito, que deverão manter relação com os custos de operação dos sistemas de pagamentos envolvidos.

## Conclusão

Como se pode ver, a Lei Dodd-Frank é bastante dura em espírito, seja na definição de restrições importantes sobre a atividade financeira nos Estados Unidos, seja na sua cobertura: praticamente nenhum segmento do mercado financeiro norte-americano deixou de ser atingido por alguma nova norma ou exigência. Por outro lado, como já amplamente percebido, a Lei acabou por estabelecer princípios cuja implementação, no entanto, dependerá do enorme esforço de tradução em regras e procedimentos, que se iniciou com a promulgação da Lei pelo presidente. É uma situação, portanto, paradoxal e plena de incertezas, com a enorme latitude que foi concedida aos supervisores, que estarão encarregados de definir as figuras legais relevantes e como as novas exigências serão implementadas.

Em qualquer circunstância, porém, é de se esperar que os encarregados da tradução dos dispositivos legais em mecanismos concretos de supervisão respeitem o espírito da Lei. Se assim for realmente, é de se prever um processo relativamente difícil de transição do sistema financeiro norte-americano para as novas condições, especialmente no que se refere ao enquadramento na Regra de Volcker e na Emenda Lincoln, além, naturalmente, do enquadramento nas novas regras de Basileia, de acordo com a Emenda Collins.

Uma implicação inevitável da reforma financeira norte-americana, como também de Basileia III, é o encarecimento dos recursos financeiros e a redução da atividade do setor. De fato, isso não deveria surpreender, já que as reformas foram definidas exatamente com estes fins em vista. No curto prazo, contudo, esses efeitos poderiam ser danosos em uma economia ainda bastante frágil. Por essa razão, como já foi feito no caso de Basileia III, a introdução das novas regras foi postergada para,

em média, cinco anos, segundo cálculos de alguns escritórios norte-americanos de advocacia, tempo que combina tanto os prazos dados aos supervisores para definir procedimentos quanto os previstos em Lei para o enquadramento das instituições financeiras na nova institucionalidade.

É de se esperar, por outro lado, que esse processo se prolongue ainda mais, por ter se desenvolvido de forma isolada. Em contradição com os compromissos assumidos no âmbito do G-20, os Estados Unidos iniciaram seu processo de reforma sem acionar qualquer dos mecanismos criados para consulta e coordenação internacional. O mesmo, aliás, é feito, no momento, na União Europeia. Assim, não há qualquer possibilidade de que não emergjam divergências importantes no futuro entre as duas estruturas regulatórias, como, aliás, era característico do passado recente. A divergência entre estruturas regulatórias levará, por sua vez, fatalmente à emergência de pressões com vistas à homogeneização entre elas, de modo a que instituições não sejam punidas por custos extraordinários de obediência apenas em função da localização de sua sede.

Por outro lado, divergências significativas entre estruturas regulatórias tendem também a fomentar comportamentos de exploração de oportunidades de arbitragem, facilitadas pelo grau de integração financeira atingido pelos mercados nacionais nas últimas décadas, reduzindo a eficiência das medidas adotadas em cada país. O respeito às promessas de coordenação internacional não é apenas, nem principalmente, uma questão ética, mas, sim, de eficácia.

Finalmente, deve-se notar uma crítica feita por muitos à Lei Dodd-Frank, por não ter definido nenhuma atitude com relação aos bancos reconhecidos como “grandes demais para falir”. De fato, há limitações de tamanho estabelecidas em termos de índices de concentração que são, no entanto, bastante elásticos. Com relação ao tamanho das instituições financeiras, parecem prevalecer as preocupações antitruste mais do que aquelas derivadas da busca de estabilidade sistêmica. Na verdade, entre as técnicas de administração da crise financeira, foi elemento central o fomento à fusão entre instituições mais sólidas e mais fragilizadas para evitar falências. Desse modo, instituições como o *Bank of America*, por exemplo, cresceram pela absorção de bancos de investimento por instigação direta do governo dos Estados Unidos.



Os defensores da Lei alegam, em resposta, que disposições como a Regra de Volcker também serão suficientes para desencorajar o crescimento excessivo. Além disso, a criação de mecanismos ordenados de liquidação de instituições financeiras também evitaria que algumas instituições pudessem se beneficiar de seu tamanho, já que agora falências seriam finalmente possíveis sem o risco de criar pânico. Os críticos permanecem céticos quanto a esta possibilidade, já que os efeitos psicológicos do colapso de alguma grande instituição continuariam sendo imprevisíveis.

## ► Entrevista

**Otávio Yazbek:** *“O Dodd-Frank Act é uma norma de escopo bastante amplo, que procura dar resposta a muitos dos problemas sofridos pelo mercado norte-americano nos últimos anos”*



Em entrevista exclusiva ao Perspectivas, o diretor da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) Otávio Yazbek comenta os aspectos regulatórios da Lei Dodd-Frank. Yazbek lembra que a efetividade da norma só poderá ser analisada quando for concretamente aplicada, uma vez que ainda depende da ação dos diversos reguladores competentes, e assevera que o futuro do mercado de derivativos de balcão deverá passar pela padronização das operações. Finalmente, ressalta que a maior parte dos problemas observados em outros países não se manifestou no Brasil, chamando atenção para as especificidades do mercado de balcão doméstico.

**Perspectivas:** Qual é a sua avaliação sobre a Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e de Proteção a Consumidores, recentemente assinada pelo presidente dos Estados Unidos, Barack Obama, que abrange, além de questões relativas à estrutura do sistema financeiro norte-americano, temas como operações com derivativos, classificação de risco por agências de *rating*, remuneração de executivos financeiros e regras de proteção a consumidores?

**Otávio Yazbek:** O Dodd-Frank Act é uma norma de escopo bastante amplo, que procura dar resposta a muitos dos problemas sofridos pelo mercado norte-americano nos últimos anos. E esses problemas se encontram em várias áreas, passando da regulação sistêmica a questões mais específicas, referentes à regulação de produtos que têm ficado em zonas cinzentas.

Além disso, é bom lembrar que muito do que consta do Act ainda depende de regulamentação por parte dos diversos reguladores competentes e apenas se poderá avaliar a norma a partir da forma pela qual ela será concretamente aplicada – um exemplo disso está na Volcker Rule, que impede as operações proprietárias para algumas instituições e as restringe para outras e que, em princípio, teria efeitos muito significativos sobre a estrutura de mercado, mas que depende de uma série de definições. Neste sentido, é quase impossível dar uma resposta direta a essa questão.

Há, porém, alguns temas tratados pelo Dodd-Frank Act que são muito sintomáticos e que se encontram em consonância com o debate internacional. Ele procura resolver as dificuldades com que vários países se depararam por não dispor de mecanismos adequados para a realização de operações de resgate e de suporte à liquidez de instituições financeiras, sobretudo evitando a repartição desnecessária de riscos com os contribuintes. Outro ponto importante diz respeito ao alargamento da competência dos reguladores sistêmicos sobre as instituições não bancárias, que constituem o chamado *shadow banking system*, e que tiveram um papel muito importante na deflagração da crise. Vale também destacar o esforço de alargamento do chamado “perímetro regulatório”, fazendo com que a regulamentação passe a abranger produtos e agentes que, por motivos diversos, não eram diretamente regulamentados, como os derivativos de balcão e os *hedge funds*.

Se fosse para trazer alguns comentários de ordem mais crítica – e o faço dando uma posição que é pessoal e não da CVM –, eu destacaria dois temas. Um deles é a própria Volcker Rule, em relação à qual, por mais de um motivo, sou bastante pessimista. Primeiro, por achar que a sua implementação é muito difícil ante o perfil das instituições financeiras na atualidade e o seu *modus operandi* – hoje, a atuação dos bancos em mercado é, inclusive, uma forma de ter acesso a outras fontes de recursos, de mais longo prazo, e de operar com mais eficiência. Fora isso, tenho a impressão de que regras dessa natureza muitas vezes tendem a estimular a arbitragem regulatória, a construção de mecanismos que permitem que se continue a operar, mas agora com menos transparência. Um outro ponto reside no fato de que, a despeito de diversas mudanças importantes, o problema da estrutura regulatória norte-americana, que é bastante complexa e que, pelo diagnóstico corrente, acabou facilitando o surgimento de zonas cinzentas, não foi enfrentado. Não apenas

## ► Entrevista

continua a existir um número muito grande de reguladores, como ainda se criou uma nova agência. A despeito de haver valorizado os mecanismos de integração entre esses reguladores, o que também está em consonância com o debate internacional, um modelo como esse tende a ser mais sujeito a sobreposições de competência, conflitos entre racionalidades regulatórias distintas ou entre burocracias e uma série de outros problemas.

---

**Perspectivas:** Especificamente no que se refere a operações com derivativos, a Lei da Reforma Financeira Americana estabelece diretrizes voltadas para a redução das operações de balcão e para o aumento da transparência desse mercado. Em grande medida, as exigências visam a que a liquidação de contratos passe a se dar prioritariamente através de câmaras de compensação (*clearing*), pelo menos nas operações que possuem um nível mínimo de padronização. Qual é a sua avaliação sobre esta diretriz para o mercado norte-americano? Faria sentido um recrudescimento de mesma natureza no arcabouço regulatório brasileiro?

**Yazbek:** Em larga medida, a posição norte-americana reflete um consenso que vem surgindo também em fóruns multilaterais. Em setembro de 2009, os líderes do G-20 chegaram a um acordo em torno de algumas diretivas para o desenvolvimento futuro do mercado de derivativos de balcão: tanto quanto possível as operações devem ser padronizadas, o que, por si só, já permite a redução de riscos operacionais; todas as operações padronizadas devem ser negociadas em bolsas ou em sistemas de negociação, de modo a permitir uma melhor formação de preços e mesmo, a partir da existência de mercados secundários, uma administração de riscos mais adequada; na medida do possível, as operações devem ser liquidadas por intermédio de contrapartes centrais ou, caso isso não seja possível, ser sujeitas a maior requerimento de capital; e operações mais típicas de balcão, ou seja, aquelas que não serão negociadas em sistemas de negociação, deverão ao menos ser registradas em *trade repositories*, o que, além de permitir uma centralização de informações antes dispersas, inclusive para uso do regulador, ainda tende a aumentar o nível de padronização também dessas operações. Com base nessas orientações, fóruns como o *Financial Stability Board (FSB)* e a *International Organization of Securities Commissions (Iosco)* criaram grupos

de trabalho, e o que vem ficando claro é que, para muitos países, essas reformas serão traumáticas. Isso porque, em larga medida, o dinamismo do mercado global de derivativos residiu sempre no mercado de balcão, onde a inovação, a capacidade de criar novos arranjos negociais, tendo em vista a grande flexibilidade existente, sempre foi a regra.

Todas as medidas que referi envolvem, em maior ou menor medida, restrições para esse tipo de mercado, ao menos da forma pela qual ele tradicionalmente se desenvolveu, seja por limitar a sua capacidade de inovação, seja por aumentar alguns custos. Há um certo consenso, porém, de que esse é o preço que se paga por mais transparência e segurança. De qualquer maneira, creio que é importante sempre analisar criticamente alguns dos pontos que integram esse consenso, até para evitar que eles virem meras palavras de ordem e acabem ficando de lado em razão de dificuldades de implementação. Por isso mesmo, antes de apresentar a minha avaliação sobre o ponto que você sugeriu, gostaria de falar um pouco da experiência brasileira.

A maior parte dos problemas com que os outros países hoje se deparam não se manifestou da mesma maneira no Brasil. É verdade que, aqui, tivemos alguns problemas com derivativos, mas eles estavam mais relacionados a problemas de governança ou com as práticas de venda de determinados produtos – e não creio que valha aprofundar isso agora – do que propriamente na infraestrutura de mercado. Desde que o mercado de balcão começou a surgir no Brasil, ele foi sujeito a determinadas regras que são muito mais restritivas do que as que vigoravam em outros países. Desde o começo da década de 1990, os modelos das operações (os *standards* contratuais) devem ser aprovados pelo regulador (hoje esse regime está na Instrução CVM nº 467/2008); todas as operações já são, também há muito tempo, sujeitas a registro; ao contrário do que acontece no resto do mundo. Além disso, e talvez mesmo em razão daquelas outras características, a maior parte do volume, no Brasil, está em operações de bolsa; e, mesmo para as operações de balcão, já há aqui uma experiência de contraparte central, desenvolvida pela antiga *BM&F*, e ainda hoje em funcionamento. Fora tudo isso, é importante lembrar que, desde 2001, os derivativos se tornaram valores mobiliários, o que permitiu que se administrasse aquele “perímetro regulatório” de que falei na minha primeira resposta – não há como falar, assim, com tanta facilidade, em zonas cinzentas e produtos não regulados aqui.

## Entrevista

O fato é que, em razão dessa nossa experiência, o Brasil tem tido a oportunidade de participar dos fóruns internacionais que discutem a matéria com uma perspectiva diferente: temos tido a oportunidade de descrever alguns dos efeitos das soluções que hoje se defendem ao redor do mundo, apontar limitações e dificuldades para a sua implementação. É aquela perspectiva crítica de que falei.

E é dentro dessa perspectiva que tenho algumas ressalvas a fazer a alguns dos consensos que se vêm criando. O principal exemplo disso, para mim, reside justamente no ponto referido na pergunta, o da criação de *clearings* para a liquidação de operações de balcão. Não há a menor dúvida do sucesso da experiência brasileira com *clearings*, o exemplo do SPB nos mostra isso. Mas ele nos traz alguns pontos que, em minha opinião, devem ser levados em conta quando se fala no alargamento do uso de contrapartes centrais para produtos tão peculiares.

Primeiro, porque uma câmara deve ter a capacidade de avaliar, de maneira adequada, os riscos das operações a ela submetidas, até para poder constituir as suas salvaguardas de maneira eficiente. Operações mais exóticas, de difícil avaliação, talvez nunca possam migrar para sistemas de *clearing*. Segundo, porque a “colateralização” de operações de balcão que não têm ajustes diários é muito mais complexa que a de contratos futuros, em que, em razão do ajuste diário, se consegue trabalhar com cenários mais próximos da realidade e mesmo requerer volumes menores de garantias. Imagine uma operação a ser liquidada em 180 dias, sem nenhum tipo de ajuste periódico. Qual o volume de garantias que a *clearing* deverá requerer para se sentir segura? Terceiro, e para ficar tudo ainda mais complicado, muitas vezes não há mercado secundário líquido para essas operações, o que também torna mais difícil a administração de riscos – se uma contraparte fica inadimplente, a câmara usa as garantias por ela depositadas para cumprir a obrigação, mas também tem que “zerar” a posição. Como fazer isso se o mercado não é líquido? Um exemplo em que esses problemas se mostram ainda mais graves – e que é justamente um dos campos em que mais se vem advogando o recurso a contrapartes centrais – é o dos derivativos de crédito. Como se “colateraliza” um CDS, em que a obrigação a ser cumprida corresponde ao total da dívida inadimplida?

Outra questão importante que surge, e que está sendo enfrentada em alguns fóruns, é que o uso generalizado de câmaras, demandando o depósito de garantias dos diversos agentes que nelas operam, em especial quando da alteração de cenários,

pode levar a um maior enxugamento de liquidez justamente em momentos de crise, o que poderia aumentar os efeitos desta. Nesse sentido, as contrapartes centrais poderiam ter mesmo um efeito pró-cíclico. Embora eu tenha algumas desconfianças em relação a esse argumento, ao menos da maneira como muitos o têm apresentado, não há como negar que é um ponto a ser discutido.

Nada disso impede a liquidação de operações por meio de contrapartes centrais e eu nem quero soar pessimista, mas não há como negar que essa é uma tarefa complexa. Assim, a única nota crítica que eu teria neste ponto é que as contrapartes centrais têm aparecido, muitas vezes, como soluções universais, quando antes tem que haver muita discussão. Ainda mais quando se está pensando em sair de um ambiente em que elas não são usadas, fazendo o mercado todo migrar para um novo regime. Não é para menos que o *Committee on Payment and Settlement Systems* (CPSS), de Basileia, iniciou uma ampla rediscussão de vários pontos referentes à atuação das *clearings*. Para o mercado norte-americano, em especial, tendo em vista a dinâmica do mercado e a sua capacidade de inovação, mudanças dessa ordem tendem a ser muito significativas e, a menos que discutidas de maneira crítica e implantadas com cuidado, há um grande risco de se criarem soluções insuficientes.

---

**Perspectivas:** Finalmente, a Lei Dodd-Frank sinaliza a necessidade de se adotar uma legislação mais rígida para as agências de *rating*, com maior transparência dos métodos de avaliação e reforço dos controles internos para evitar conflitos de interesse. Como o senhor vê o papel das agências classificadoras de risco como fonte de informação e qual a possibilidade de se adotar no Brasil uma postura mais conservadora em relação a estas agências, inclusive por meio de regulação específica?

**Yazbek:** Creio que há, aqui, uma distinção importante a fazer. Uma coisa é o uso de agências de *rating* como fontes de informação, em especial pelos próprios agentes de mercado. Outra, distinta, é a questão do reconhecimento das agências de *rating* como verdadeiros *gatekeepers*. As duas dimensões estão mais ou menos relacionadas, mas a distinção é importante porque ela trata de diferentes aspectos da discussão regulatória sobre as agências de *rating*.



## Entrevista

Na primeira dimensão, estamos diante das agências de *rating* como fonte de informações para o mercado, e parece-me que, por mais que essas empresas sejam criticadas, não há como negar que elas ainda ocupam – e tendem a continuar ocupando – um espaço de destaque. Mas como fazer para assegurar que esse papel seja cumprido de maneira adequada? Como fazer para impedir que as agências, em vez de se beneficiarem de sua posição, ajudem a melhorar a qualidade das informações no mercado? Aqui, o ponto está mais relacionado ao arcabouço regulatório dentro do qual tais agências atuam, do conjunto de regras e procedimentos que restringem os conflitos de interesses existentes, que acabam com determinadas caixas-pretas do ponto de vista de metodologias e práticas comerciais. Essa é uma discussão muito em voga no mundo atual, e o complicado é que, no mais das vezes, ela começa ainda pela questão da competência dos reguladores para a assunção de determinadas atividades, o que é ainda mais relevante quando se leva em conta o caráter *cross-border* das atividades das agências.

Na segunda dimensão, aquela das agências de *rating* como *gatekeepers*, ou seja, como agentes econômicos que, em razão de sua posição privilegiada e do seu tipo de atuação, acabam sendo considerados praticamente como “guardiões” da regularidade de determinadas práticas, a situação é bastante distinta. Por um lado, são bastante óbvios os conflitos de interesses embutidos na atividade, ao menos da maneira pela qual hoje ela é desenvolvida. Mas mais do que isso, na verdade não apenas as agências de *rating* não dão maior segurança para o mercado, como elas ainda acabam, em determinados momentos, aumentando riscos – já se reconhecem mesmo os efeitos desestabilizadores das mudanças de avaliação.

Assim, ficou claro que as agências de *rating* não cumprem adequadamente esse papel. E, com isso, uma das recomendações do FSB para os diversos reguladores de mercado diz respeito à necessidade de se avaliar as regulamentações locais, a fim de identificar quando aquelas agências são alçadas a tal posição e, sempre que possível, se promoverem os ajustes cabíveis. A palavra de ordem, hoje, é redução da dependência das agências de *rating*, estimulando-se as instituições a fazerem suas próprias análises de risco.

Hoje, no Brasil, estamos dando esse passo. Na reunião realizada em 29/11/2010, o Coremec aprovou um levantamento feito pelos reguladores que o integram (BCB, CVM,



Previc e Susep), em que se identificaram os pontos da regulamentação em que se fazem referência àquelas agências. O próximo passo, para o qual já foi constituído um grupo de trabalho, é a avaliação da possibilidade de eliminar ou reduzir as menções que a regulação faz aos serviços daquelas agências, o que se deve fazer no primeiro semestre de 2011. Mesmo aqui, vale destacar, o nosso ponto de partida não é dos mais problemáticos – o Banco Central, por exemplo, já não adota, para fins de regulação prudencial, as agências de *rating*.

Assim, e numa resposta mais objetiva à pergunta, o Brasil está dando passos importantes no sentido de aprimorar a regulamentação das agências de *rating*. E há várias dimensões nessa discussão. Estamos, porém, tomando o cuidado de dar esses passos em consonância com o que se vem discutindo ao redor do mundo. Esse é um daqueles campos em que medidas apressadas, sem maiores preocupações com harmonização entre as regulamentações locais, muitas vezes podem gerar mais distorções do que outra coisa.





# ► Bibliografia

**THE DODD-FRANK act: commentary and insights.** [s.l.]: Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP & Affiliates, 2010. 204 p. - Disponível em: [http://www.skadden.com/Cimages/siteFile/Skadden\\_Insights\\_Special\\_Edition\\_Dodd-Frank\\_Act1.pdf](http://www.skadden.com/Cimages/siteFile/Skadden_Insights_Special_Edition_Dodd-Frank_Act1.pdf). Último acesso em: janeiro de 2011.

**GREENSPAN, Alan. The age of turbulence:** adventures in a new world. New York: Penguin Press, 2007.

**REGULATORY implementation slides.** [s.l.]: Davis Polk & Wardwell LLP, 2010. 28 p. Disponível em: [http://www.davispolk.com/files/Publication/bc70cd4c-c6bd-472d-ad37-0a63481fe36a/Presentation/PublicationAttachment/6a2f81d8-d5c5-4d5d-9b97-fef48b6821e6/070910\\_Implementation\\_Slides.pdf](http://www.davispolk.com/files/Publication/bc70cd4c-c6bd-472d-ad37-0a63481fe36a/Presentation/PublicationAttachment/6a2f81d8-d5c5-4d5d-9b97-fef48b6821e6/070910_Implementation_Slides.pdf). Último acesso em: janeiro de 2011.

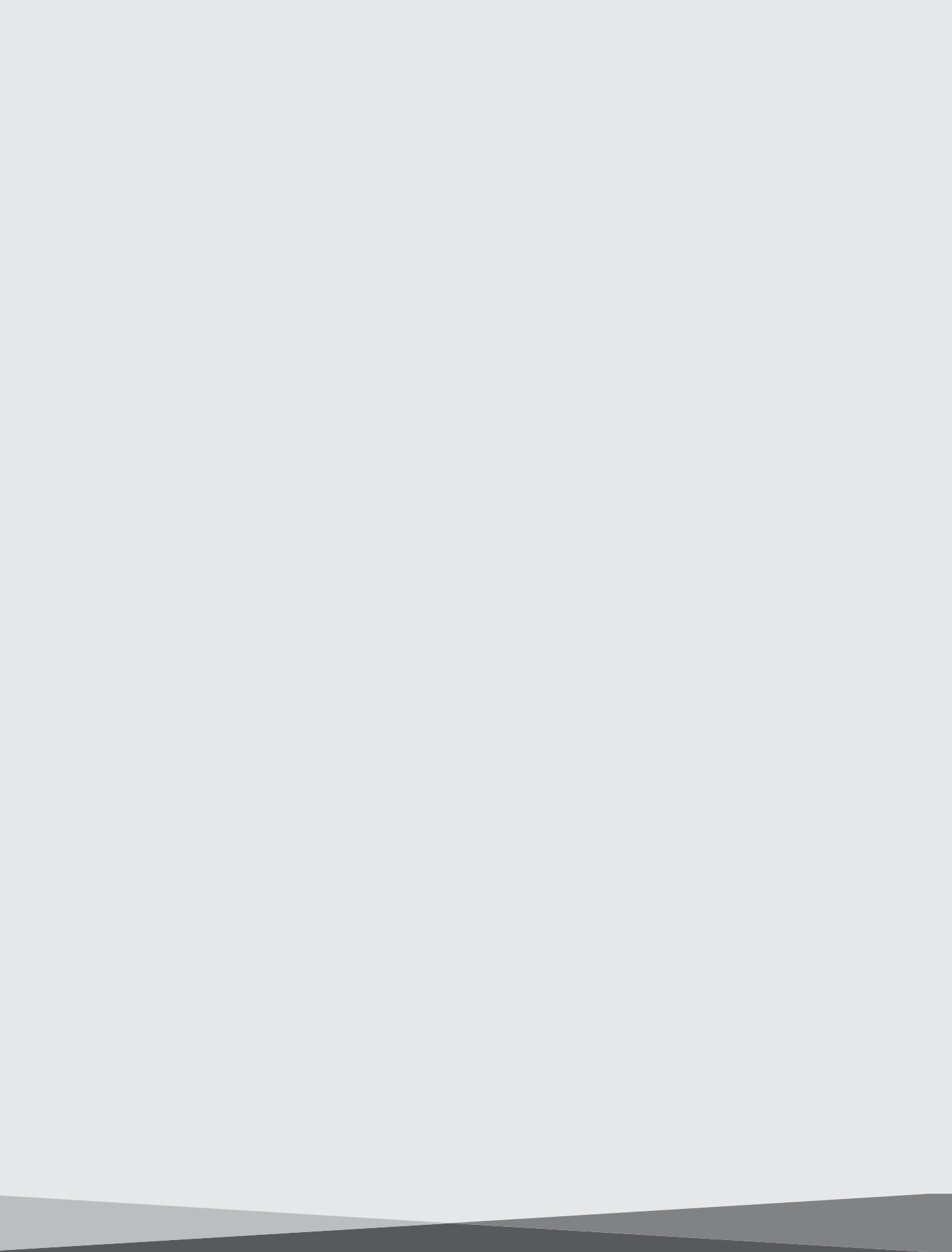
**SUMMARY of the Dodd-Frank Wall Street reform and consumer protection act, enacted into law on July 21, 2010.** [s.l.]: Davis Polk & Wardwell LLP, 2010. 130 p. Disponível em: [http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910\\_Financial\\_Reform\\_Summary.pdf](http://www.davispolk.com/files/Publication/7084f9fe-6580-413b-b870-b7c025ed2ecf/Presentation/PublicationAttachment/1d4495c7-0be0-4e9a-ba77-f786fb90464a/070910_Financial_Reform_Summary.pdf). Último acesso em: janeiro de 2011.

**UNITED STATES OF AMERICA. 111th United States Congress. Dodd-Frank wall street reform and consumer protection act, public law 111-203-july 21, 2010.** Washington, D.C., 2010. Disponível em: [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111\\_cong\\_public\\_laws&docid=f:publ203.111.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_public_laws&docid=f:publ203.111.pdf). Último acesso em: janeiro de 2011.

**UNITED STATES OF AMERICA. The Department of the Treasury. Financial regulatory reform:** a new foundation: rebuilding financial supervision and regulation. Washington, D.C., [2009?]. 89 p. Disponível em: <http://www.jdsupra.com/post/documentViewer.aspx?fid=af754f77-9c49-408a-939c-19c1d00ca1d6>. Último acesso em: janeiro de 2011.

**UNITED STATES OF AMERICA. The Department of the Treasury. The department of the Treasury blueprint for a modernized financial regulatory structure.**

Washington, D.C., 2008. 212 p. Disponível em: <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>. Último acesso em: janeiro de 2011.







ISBN 978-85-86500-63-3



9 788586 500633