

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo  
PUC-SP

Matheus da Silva Fernandes

A regulação financeira sob análise no Brasil e nos EUA

Mestrado em Economia Política

São Paulo  
2017

Matheus da Silva Fernandes

A regulação financeira sob análise no Brasil e nos EUA

Mestrado em Economia Política

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política, sob a orientação do Prof. Dr. Ladislau Dowbor.

São Paulo

2017

FERNANDES, Matheus da Silva.

A regulação financeira sob análise no Brasil e nos EUA / Matheus da Silva Fernandes. – São Paulo: 2017.

Orientador: Ladislau Dowbor.

Dissertação – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política.

96 p.

1. Regulação Financeira. 2. Crise Financeira de 2008. 3. Taxa de Juros no Brasil. I. Fernandes, Matheus da Silva. II. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. III. Título

Banca Examinadora

---

---

---

À minha família e amigos.

## **Agradecimentos**

A cada um e a todos os professores do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo; em especial ao meu orientador, o professor Dr. Ladislau Dowbor.

## Resumo

Matheus da Silva Fernandes

A regulação financeira sob análise no Brasil e nos EUA

A presente dissertação tem objetivo de analisar e propor mudanças na regulação financeira sob a ótica marxista-keynesiana, e seu estudo se justifica pela falta do sentido social no funcionamento do sistema financeiro. A partir da década de 1960, o capital fictício passou a se apropriar cada vez mais da economia produtiva. Os paraísos fiscais servem aos indivíduos mais ricos e às grandes corporações ao permiti-los evadir de regras e tributações que, caso contrário, estariam compelidos a cumprir. A crise financeira de 2008 deixou clara a dimensão desses capitais, que passaram a operar arredios da regulação e supervisão financeira e bancária, os permitindo criar novas aplicações financeiras que tornavam instituições não-bancárias equivalentes às instituições bancárias. Para tanto, estes *shadow banks* se financiavam com depósitos dos clientes e aplicavam em títulos como os CDOs de hipotecas *subprime*. Quando os mutuários destas hipotecas começaram a calotear, todo o sistema derivado deles sucumbiu e levou consigo toda a economia dos EUA *a priori*, e mundial em seguida. O Brasil, contudo, se insere na finança mundial de outra forma, pela cobrança das maiores taxas de juros reais do mundo. Esse fato permite aos intermediários financeiros punçar uma relevante proporção da riqueza produtiva das famílias e das empresas, a canalizando para o sistema financeiro. Elevadas taxas de juros também afetam o setor público ao comprometer o orçamento do governo com gastos financeiros à revelia das despesas em educação, saúde e infraestrutura públicas, por exemplo. Cabe aos governos retomar a ordem do setor financeiro, pela aplicação de leis que mantenham o sistema financeiro sobre estrita supervisão, além de ampliar sua abrangência para as inovações criadas recentemente. Devem ser instituídas e elevadas as alíquotas sobre os ganhos de capital e sobre grandes fortunas e regulamentado o crime de usura, estabelecendo um teto para as taxas de juros reais no Brasil.

Palavras-chave: Regulação financeira; Crise financeira de 2008; Taxa de juros.

## **Abstract**

Matheus da Silva Fernandes

Financial regulation under analysis in Brazil and the US

The purpose of this dissertation is to analyze and propose changes in financial regulation from a Marxist-Keynesian point of view. This study is justified by the lack of social meaning in the functioning of the financial system. From the 1960s, fictitious capital began to take the productive economy more and more. Tax havens serve the wealthiest individuals and large corporations by allowing them to evade rules and taxes they would otherwise be compelled to meet. The financial crisis of 2008 let the dimension of those capitals be clear, which started to withdraw banking and financial regulation and supervision, allowing them to create new financial investments that turned non-bank institutions equivalent to bank institutions. To that end, these shadow banks were financed with customer deposits and invested in securities such as CDOs from subprime mortgages. When mortgage borrowers began to default, the entire system succumbed and carried with them the whole US economy, a priori, and the world economy after. Brazil, however, is involved in another way, by practicing the highest real rates of interest in the world. This fact allows the financial intermediaries to puncture a significant proportion of the productive wealth of families and companies, channeling it to the financial system. High rates of interest also affect the public sector by compromising the government budget with financial expenses instead of expending in public education, healthcare and infrastructure, for example. It is upon governments to restate the order of the financial sector, by enforcing laws that keep the financial system under strict supervision, and extend its scope to newly created innovations. The rates on capital gains and on fortunes should be instituted and raised and the usury crime regulated, establishing a ceiling for real rates of interest in Brazil.

Keywords: Financial regulation; Financial crisis of 2008; Rate of interest.

## Lista de ilustrações

Gráfico 1 — Produção vs. ativos financeiros (US\$ trilhões) — 2015 — Global.....	20
Figura 1 — Diagrama dos CDOs.....	37
Gráfico 2 — Taxa Selic fixada pelo Copom (% a.a.) — 1996–2017 — Brasil .....	53
Figura 2 — Processo dos resultados fiscais.....	63
Figura 3 — Maiores fusões e aquisições nos últimos 20 anos — EUA.....	75

## Lista de tabelas

Tabela 1 — Escala de classificação global de longo-prazo .....	36
Tabela 2 — <i>Financial Secrecy Index</i> — 2015 .....	45
Tabela 3 — Fluxos de saídas ilícitas de capital — 2004–2013 — Brasil.....	47
Tabela 4 — Taxa de juros média para pessoa física por linha de crédito — dez. 2016 — Brasil.....	54
Tabela 5 — Taxas de juros para pessoa física do cheque especial pelas cinco maiores instituições financeiras — jan. 2017 — Brasil.....	55
Tabela 6 — Demonstrativo de receitas e custos da operação do sistema de pagamentos via cartões — 2015 — Brasil .....	56
Tabela 7 — Taxas de juros para pessoa física no cartão de crédito rotativo e parcelado entre as cinco maiores instituições financeiras — jan. 2016 — Brasil.....	57
Tabela 8 — Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses — nov. 2015 a out. 2016 — Brasil .....	58
Tabela 9 — Ativos dos bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial ou caixa econômica (mil) — set. 2016 — Brasil.....	59
Tabela 10 — Taxa de juros média para pessoa jurídica por linha de crédito — dez. 2016 — Brasil.....	60
Tabela 11 — Lucro líquido das cinco maiores instituições financeiras — 2015 — Brasil .....	61

## Lista de abreviaturas e siglas

Abecs – Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços

ABS – *Asset-Backed Security*

AIG – *American International Group*

Anefac – Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade

Bacen – Banco Central do Brasil

Banrisul – Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A

BIS – *Bank of International Settlements*

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CDC – Código de Defesa do Consumidor

CDC – Crédito direto ao consumidor

CDO – *Collateralized Debt Obligation*

CDS – *Credit Default Swap*

CFTC – *Commodity Futures Trading Commission*

CNB – Confederação Nacional dos Bancários

CNF – Confederação Nacional das Instituições Financeiras

Confabras – Confederação Brasileira das Cooperativas de Crédito

Copom – Comitê de Política Monetária

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DOJ – *Department of Justice*

e.g. – *exempli gratia*

EUA – Estados Unidos da América

FDIC – *Federal Deposit Insurance Corporation*

Febraban – Federação Brasileira de Bancos

Fed – *Federal Reserve System*

Fenaseg – Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização

FMI – Fundo Monetário Internacional

FSI – *Financial Secrecy Index*

FSLIC – *Federal Savings and Loan Insurance Corporation*

GDP – *Gross domestic product*

GE – *General Electric*

GFI – *Global Financial Integrity*

GM – *General Motors*

i.e. – *id est*

NFSP – Necessidade de financiamento do setor público

Ninja – *no income, no job, no assets*

OCC – *Office of the Comptroller of the Currency*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PEC – Proposta de Emenda Constitucional

PIB – Produto Interno Bruto

RMBS – *Residential Mortgage-Backed Security*

RTC – *Resolution Trust Corporation*

S&L – *Savings and loan association*

S&P – *Standard and Poor's*

SEC – *Securities and Exchange Commission*

Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SIV – *Structured investment vehicles*

STF – Supremo Tribunal Federal

Susep – Superintendência de Seguros Privados

TARP – *Troubled Asset Relief Program*

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

TJN – *Tax Justice Network*

## Sumário

Introdução .....	15
1 A crise do capital fictício .....	17
1.1 Como chegamos até aqui? .....	17
1.1.1 Definições .....	17
1.1.2 Cronologia dos fatos relevantes .....	20
1.2 A pior crise financeira desde a Grande Depressão .....	23
1.2.1 <i>Glass-Steagal Act</i> .....	24
1.2.2 Crise das associações de poupanças .....	25
1.2.3 Desregulamentação financeira .....	27
1.2.4 <i>Gramm-Leach-Bliley Act</i> .....	30
1.2.5 A Grande Recessão .....	32
1.3 As ilhas do tesouro .....	43
1.3.1 O que são e onde se localizam .....	43
1.3.2 A que e a quem servem .....	46
1.3.3 Debandando a regulação .....	48
1.4 Conclusão do capítulo .....	50
2 A inserção brasileira .....	52
2.1 Os reflexos das taxas de juros elevadas praticadas pelo Brasil .....	52
2.1.1 Aos consumidores .....	54
2.1.2 Às empresas .....	60
2.1.3 Ao setor público .....	62
2.2 Os princípios gerais da atividade econômica e o Sistema Financeiro Nacional na Constituição Federal de 1988 .....	65
2.3 <i>Dodd-Frank Act</i> .....	71
2.4 <i>Glass-Steagal Act</i> do século XXI .....	73
2.5 Conclusão do capítulo .....	76

3 Retomando a capacidade de regulação.....	78
3.1 As propostas .....	81
Conclusão .....	88
Referências bibliográficas .....	90

## Introdução

O caos financeiro atual nos remete meados da década de 1960. Foi naquele período que se iniciou o desmanche progressivo da regulação financeira que fora efetivada nos anos seguintes à Grande Depressão, no início dos anos 1930, e pelo Acordo de Bretton Woods, em 1944, iniciando-se pela desregulamentação dos bancos de poupança e prosseguindo até o fim da proibição de bancos comerciais se afiliarem a bancos de investimentos, com a revogação parcial da *Glass-Steagal Act* em 1999.

A crise financeira de 2007 descortinou o caráter altamente sistêmico desse setor que foi resgatado com dinheiro público. A retomada da regulação financeira busca assegurar a sociedade de um setor distinto pelas fraudes, bem como reduzir o risco moral dos bancos serem grandes demais para quebrar (*too big to fail*).

Apesar disso, há uma impotência institucional para utilizar na produção os recursos inertes na especulação. Os paraísos fiscais são um agravo a esse cenário ao permitir o domínio da finança fora da jurisdição de qualquer país, apesar de terem efeitos reais sobre a sociedade, na forma de evasão tributária; punção das poupanças; fraudes; e resgates públicos. Há ainda a mudança do referencial teórico da política econômica, que passou a trazer justificativas para a desregulamentação do sistema financeiro.

Ao contrário dos argumentos críticos à proibição de afiliação dos bancos comerciais aos bancos de investimentos, não foi a possibilidade de fusão desses dois tipos de bancos que permitiu a salvaguarda das instituições em apuros, mas sim o aporte do Tesouro dos EUA nessas empresas, em programas que ultrapassaram o montante de US\$ 1 trilhão.

A falta de sentido e de justificativa social pela qual o sistema financeiro opera dá fundamento ao presente escrito cujo objetivo primário é o de analisar e propor mudanças na regulação financeira. Os objetivos secundários incluem o estudo dos paraísos fiscais e das legislações sobre os sistemas financeiros nacionais dos EUA e do Brasil. A metodologia aplicada é o estudo bibliográfico e o marco teórico é marxista-keynesiano.

O primeiro capítulo trata das definições e da cronologia dos fatos que resultaram na atual falência do sistema financeiro de forma ampla. Destaca-se

também a contribuição dos paraísos fiscais para a conformação dessa crise. No segundo capítulo, a análise se restringe à inserção e o papel do sistema financeiro nacional brasileiro na finança mundial e, paralelamente, analisa-se os ordenamentos jurídicos vigentes no Brasil e nos EUA. O terceiro capítulo busca apresentar novas articulações que visam resgatar a economia da captura do rentismo. A conclusão e as referências bibliográficas encerram esta dissertação.

## **1 A crise do capital fictício**

O presente capítulo trata de um relatório da dimensão do caos financeiro mundial corrente que teve início a partir da década de 1960, com o desmanche progressivo da regulação financeira arquitetada nos anos seguintes à Grande Depressão de 1929 e pelo Acordo de Bretton Woods de 1944, e no qual as rendas financeiras passaram a punçar uma proporção cada vez maior do lucro acumulado. O capítulo está dividido em três seções. Preliminarmente reporta-se às definições e à cronologia dos fatos relevantes que erigiram a desordem financeira atual para, em seguida, examinar a crise econômica e financeira e os profundos eventos de 2007 e 2008 e se encerra com a argumentação do papel dos paraísos fiscais nesse contexto.

### **1.1 Como chegamos até aqui?**

Antes de mais nada, é oportuno definir brevemente os capitais que operam nas diversas economias nacionais ao redor do mundo, para só então abordar a história contemporânea recente do capitalismo, sob o facho do setor financeiro.

#### **1.1.1 Definições**

As rendas financeiras são, a princípio, remunerações do que Marx (2014) definiu ser o “capital portador de juros”. O empréstimo de “capital dinheiro” adiantado e utilizado no ciclo do “capital industrial” ou do “capital comercial” gera rendimentos na forma de juros, que nada mais são do que uma parte do lucro pago pelo capitalista industrial ou comercial ao proprietário do capital que não é seu — são uma parte do mais-valor extraído no processo de produção.

O dinheiro, como tal, proporciona o valor de uso de capital: para o emprestador na forma de juros e, para o tomador, na forma do lucro resultante — deduzido o pagamento dos juros — do mais-valor produzido por meio do uso do capital dinheiro emprestado. Nesse sentido, Marques e Nakatani (2009) apresentam que o dinheiro entesourado — o “capital vadio” de Marx —, uma vez emprestado ao

capital industrial ou ao capital comercial, concede ao prestamista o direito a uma parte do lucro desses capitalistas, sob a forma de juros.

Contudo, do ponto de vista de quem está emprestando, a simples posse do dinheiro lhe confere o direito de exigir juros, independentemente do resultado de sua aplicação pelo capital industrial ou comercial. (...). Por isso Marx diz que essa é a forma mais reificada, mais fetichista do capital. Para o proprietário do dinheiro sua simples posse é razão de juros; não lhe passa pela cabeça que esse é dedução do lucro (MARQUES; NAKATANI, 2009).

Ademais, Fine e Saad-Filho (2010) explicam que esse sistema de crédito amplia os limites do processo de reprodução e acelera o desenvolvimento das forças produtivas e do mercado. Segundo os autores, os retornos dessas operações podem variar de acordo com a economia capitalista, podendo ser considerados mais ou menos arriscados. Seja da forma que for, o capital portador de juros emprestado ao produtor está vinculado integralmente na reprodução do capital. Através dessa relação, o capital portador de juros representa um recebível do mais-valor que ainda será produzido, seja na forma de transações envolvendo pagamentos que ainda serão realizados, seja na transformação desses recebíveis em ativos negociáveis (e.g. bônus do tesouro nacional, *commercial papers*, certificados, letras e quaisquer outras formas de títulos).

Na forma de papéis negociáveis, ocorre a reprodução dos mercados uns sobre os outros, com serviços financeiros sendo vendidos como ativos de portfólio para os fundos de pensão, fundos de investimento, fundos soberanos, fundos de hedge etc. Cada um desses ativos é um título de recebível que pode ou não incluir capital produtivo, que pode ou não gerar apropriação de mais-valor, o que Marx define ser “capital fictício”. Em tempos de calma, o capital fictício é frequentemente utilizado também como *collateral*, uma espécie de garantia, para novas especulações e alavancagens. “No momento de *crashes* e outras crises de mercado financeiro, esse caráter fictício dos títulos se revela e se desvaloriza às custas de seus detentores” (CHESNAIS, 2010).

É basicamente dessa maneira que os bancos comerciais contemporâneos operam. O dinheiro entesourado e ocioso centralizado nos bancos pelos capitalistas, trabalhadores, governos etc. pode ser emprestado a juros a quem tiver interesse. Os bancos podem, inclusive, emprestar em quantidade além do montante de depósitos e esse crédito pode ser utilizado para iniciar o ciclo do capital produtivo. Feito isso, para a mesma quantidade de depósitos à vista são criadas novas obrigações, um

processo chamado de alavancagem. Agindo dessa forma, os bancos criam moeda — tão logo, capital fictício — ao realizarem operações de crédito bancário.

A criação de capital fictício sob a forma de crédito bancário se originou em Veneza há séculos atrás, mas se expandiu sobremaneira após as desregulamentações financeiras e bancárias e o acesso cada vez mais ampliado das famílias aos serviços bancários, de seguros e previdência nas últimas três a quatro décadas, bem como as operações de títulos derivativos, que surgiram há muito tempo e se expandiram nas últimas décadas do século passado.

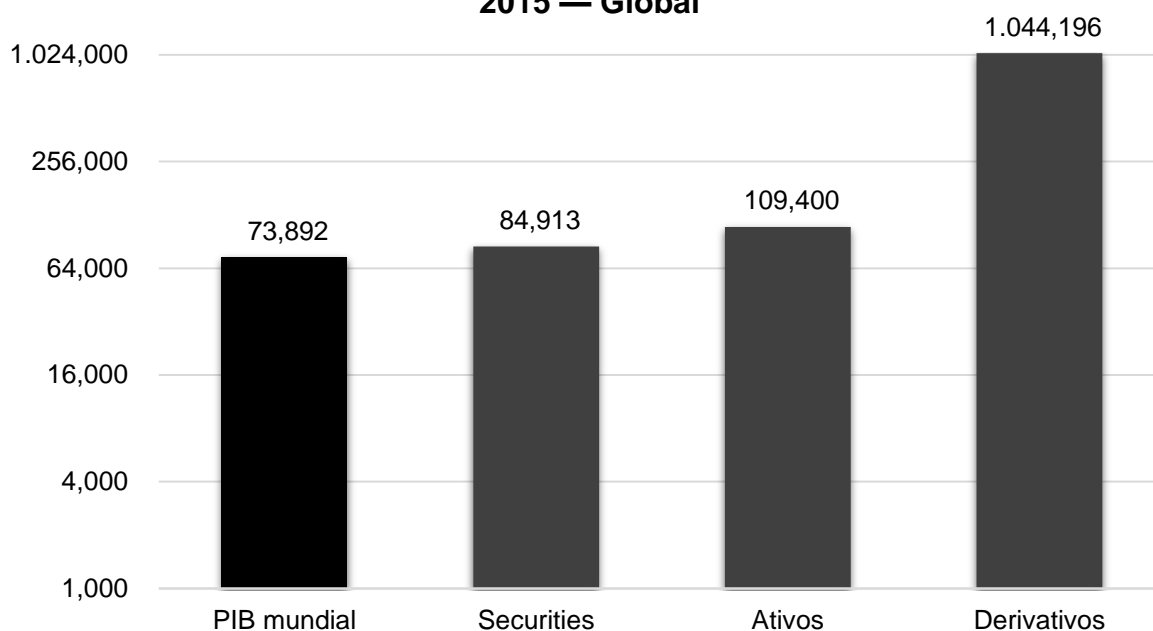
Os derivativos funcionavam originalmente como instrumentos de *hedge*, para redução de riscos nas bolsas de mercadorias e futuros. Através desses contratos, se acordavam os preços de compra e venda de mercadorias num prazo futuro, principalmente de *commodities* (e.g. trigo, ouro, carvão etc.). Dessa maneira, sob o pagamento de uma porcentagem irrisória do valor total, o vendedor asseguraria sua renda a despeito do preço que estaria vigorando no futuro, maior ou menor. Por seu turno, o comprador também não correria o risco de uma variação de preços a maior, por exemplo.

Entretanto, se observa nos dias de hoje que a negociação de derivativos é claramente especulativa e muitas vezes opaca. Tanto os compradores quanto os vendedores utilizam do mercado de derivativos para apostar na variação futura dos preços. Para eles, pouco importa a efetiva transação das mercadorias, inclusive existem derivativos que nem são sobre mercadorias, mas sim sobre situações futuras (e.g. índices, cotações, *defaults* etc.). Essas transações exigem apenas uma pequena porcentagem do valor nominal negociado — o que as torna muito alavancadas — e não raramente são realizadas por meio dos pouco transparentes mercados de balcão.

O gráfico 1 a seguir apresenta o valor total do PIB mundial em comparação com os valores totais dos ativos financeiros selecionados no mundo todo. Sua interpretação permite concluir que toda a riqueza produtiva do ano de 2015 foi de US\$ 73,892 trilhões e que, naquele mesmo ano, a soma dos títulos (*securities*) de dívidas emitidas internacionalmente resultou num montante acima de toda a riqueza mundial, US\$ 84,913 trilhões. Já os ativos bancários e não-bancários registraram o valor total da ordem de US\$ 109,400 trilhões e o valor total dos derivativos merece

destaque por sua dimensão<sup>1</sup>. No ano de 2015 os contratos derivativos somaram um volume nominal de capital fictício de US\$ 1,044 quatrilhão — mais de 14 vezes o produto de todas as economias do mundo naquele ano — quase totalmente desregulamentados.

**Gráfico 1 — Produção vs. ativos financeiros (US\$ trilhões) — 2015 — Global**



Fonte: World Bank (2015); BIS (2015)

### 1.1.2 Cronologia dos fatos relevantes

As condições para a desregulamentação financeira datam início com a criação do *offshore* na *City* de Londres em 1958, um mercado interbancário com legislação própria e próxima daquela dos paraísos fiscais e que registrava capitais em dólares, os chamados eurodólares. O *offshore* da *City* de Londres se tornou, então, o primeiro centro operacional do capital internacional portador de juros.

A criação desse mercado alheio às regulamentações vigentes sob o estrito Acordo de Bretton Woods, criou uma demanda elevada de dólares a tal ponto que, uma década depois, foi decretado o fim da restrição de conversão dólar-ouro. Aos poucos, todos os países seguiram os Estados Unidos e passaram a adotar o câmbio flutuante.

<sup>1</sup> No gráfico que prossegue, o eixo dos valores está apresentado em escala logarítmica de base 4 pois, caso contrário, dada a diferença de valores, seria de difícil leitura.

Ao lado disso, o esgotamento dos anos dourados do capitalismo manifestou-se quando a taxa de lucro passou a decrescer ao final dos anos 1960 nos EUA e início dos anos 1970 na Europa e o nível de investimento tornou-se extremamente baixo. Ao mesmo tempo, os eurodólares continuaram a expandir-se, alimentados pelos lucros não repatriados e não reinvestidos das firmas transnacionais norte-americanas. As filiais das transnacionais têm um papel importante nesse mercado, ao manterem seus lucros depositados *offshore* em vez de repatriá-los à matriz, elas se mantêm alheias à tributação e à regulação.

De acordo com Chesnais (2005), o crescente acúmulo dos eurodólares e, posteriormente, dos petrodólares — o montante de capitais oriundos do Oriente Médio resultado dos aumentos do preço do petróleo no decorrer da década de 1970 — oportunamente encontrou novas formas de se reciclar por meio de crédito aos bancos e governos dos países subdesenvolvidos, dando origem às dívidas públicas desses países.

Entretanto, foi nos países desenvolvidos que a securitização da dívida pública se tornou definitiva. A liberalização financeira dos anos 1980 pôs fim ao controle do fluxo de capitais externos e a primeira consequência disso foi a difusão internacional dos títulos de dívida soberana dos estados nacionais. Estes títulos públicos negociados em escala global criaram um sistema interconectado mundialmente e servia aos interesses tanto dos governos, para financiarem seus gastos públicos através de bônus, letras ou notas do tesouro nacional, quanto dos grandes investidores institucionais que centralizavam a acumulação financeira em busca de remuneração, segurança e liquidez.

O aumento do poder desses atores financeiros nos principais países industrializados ao longo das últimas duas décadas, que constitui uma das principais características do novo capitalismo financeiro, explica-se pela importância assumida pela acumulação financeira das famílias (especialmente para o financiamento das aposentadorias por capitalização) e pelo papel crescente da gestão coletiva de poupança (PLIHON, 2005).

As mudanças nas últimas três décadas foram marcantes. Os mercados financeiros se tornaram crescentemente globalizados, a tecnologia transformou a eficiência, a velocidade e a complexidade dos instrumentos e das transações financeiras e há um acesso maior e a custos menores de financiamento como nunca antes. O setor financeiro por si só se tornou uma força muito mais dominante na economia.

No fim dos anos 1990, o volume de ativos em posse do conjunto de investidores institucionais ultrapassava US\$ 36 trilhões. Esses haveres

representavam em torno de 140% do PIB dos países da zona da OCDE. Mas, em alguns países, a relação entre os ativos financeiros e o PIB — que representam as pretensões de apropriação da produção econômica presente e futura — é muito mais elevada: 226% no caso do Reino Unido, 212% nos Países Baixos, 207% nos Estados Unidos, 200% na Suíça (CHESNAIS, 2005).

Essa dimensão do setor financeiro foi possível porque a desintermediação financeira permitiu às instituições financeiras não-bancárias terem acesso aos mercados como prestadoras, papel que era historicamente desempenhado pelos bancos comerciais, como visto anteriormente. Esse movimento permitiu uma numerosa forma de novas aplicações financeiras, muitas vezes chamadas de inovações financeiras, que fazem grande uso da securitização de recebíveis e de outros derivativos.

O objetivo perseguido pela atual emergência do setor financeiro não é mais apenas a restituição de juros, no qual os ganhos do prestador são uma punção do eventual sucesso e lucro da produção na qual ele apostou e aplicou seu capital entesourado (característica da interioridade à produção). O objetivo é, também, aquele da visão especulativa, no qual o especulador compra e vende os títulos desses empréstimos no mercado secundário, nas bolsas de valores e de futuros, apostando na variação na margem desses títulos para realizar seu ganho. Essa é uma situação fetichizada, na qual o capital produz renda independentemente da exploração da força de trabalho. Esse modo distante dos produtores que lançaram suas dívidas é uma característica da exterioridade à produção.

Por meio dessa orientação, além de pressionar os administradores a buscarem rendimentos elevados para maximizarem o valor acionário a qualquer custo — frequentemente à custa dos assalariados, do meio ambiente e de fraudes contábeis —, o mercado financeiro exige, também, liquidez suficiente para realizar tais ganhos. Essa liquidez vital foi construída corporativamente pelas seguradoras e pelos fundos de pensão.

Nas mãos dos gestores, a poupança acumulada se transforma em capital. Essa mutação coloca os fundos de pensão na primeira linha das instituições financeiras não-bancárias, sendo sua função fazer frutificar esse capital maximizando o rendimento, assegurando-lhe um elevado grau de liquidez (CHESNAIS, 2005).

Essa exigência do mercado está relacionada com a posição dominante da finança, que busca o maior retorno possível em todos os setores da economia — incluindo o próprio setor financeiro — promovendo uma competição pelo crédito entre os diversos capitais industriais e comerciais submissos a ela. Sob o controle

de um pequeno número de *players* do setor financeiro, o dinheiro concentrado e entesourado pode ser emprestado em massa.

A dominância do setor financeiro pode ser bastante notada nos dados do *Financial Crisis Inquiry Report*, publicado pela *Financial Crisis Inquiry Commission* em 2011. Nos EUA, de 1978 a 2007, o valor dos passivos mantidos pelo setor financeiro cresceu de US\$ 3 trilhões para US\$ 36 trilhões respectivamente, mais do que dobrando como proporção do produto interno bruto; em 2005, os dez maiores bancos comerciais norte-americanos mantinham 55% dos ativos do setor, mais que o dobro do nível mantido em 1990; e na véspera da crise, em 2006, os lucros do setor financeiro constituíram 27% de todo lucro corporativo nos EUA — eram de 15% em 1980 (THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011).

## 1.2 A pior crise financeira desde a Grande Depressão

A face fictícia dos mais variados títulos é claramente evidente em momentos de crises financeiras. A especulação e a replicação das transações fazem com que o valor fictício desses papéis diminua tempestivamente numa ocorrência de crise. É a diferença entre os créditos fictícios sobre a produção corrente e futura, e a capacidade efetiva do capital produtivo em os honrar que são as causas originais das crises.

Por meio da montagem de esquemas financeiros complexos e frequentemente nada transparentes, os administradores buscam atingir vários objetivos: aumentar a rentabilidade financeira de seus grupos, enriquecer pessoalmente e escapar ao controle dos acionistas (PLIHON, 2005).

A deformação do sistema financeiro, que assumiu um tamanho prejudicial à economia, nos remete à década de 1980 com o desmantelamento da regulação da economia sob a presidência de Ronald Reagan nos EUA<sup>2</sup> e com a exaltação da ideologia do livre-mercado sob a administração da primeira-ministra Margareth Thatcher no Reino Unido<sup>3</sup>.

Porém, antes de mais nada, se faz necessário abordar primeiramente como tais regulações surgiram, sobre o que se tratavam e, posteriormente, como foram progressivamente relaxadas até o fim.

---

<sup>2</sup> Ronald Reagan foi eleito o 40º Presidente dos EUA por dois mandatos consecutivos, no período de 20 de janeiro de 1981 a 20 de janeiro de 1989.

<sup>3</sup> Margareth Thatcher foi eleita Primeira-Ministra do Reino Unido pelo período de 4 de maio de 1979 a 28 de novembro de 1990.

### 1.2.1 *Glass-Steagal Act*

Na esteira do *crash* de 1929 e a subsequente Grande Depressão, o Congresso dos EUA estava apreensivo com o fato de as operações bancárias comerciais estarem incorrendo em perdas advindas da volatilidade do mercado de capitais. A resposta a essas preocupações foi a promulgação da *Glass-Steagal Act*. Essa lei foi proposta “*to provide for the safer and more effective use of the assets of banks, to regulate interbank control, to prevent the undue diversion of funds into speculative operations, and for other purposes*” (EUA, 1933), efetivamente proibindo a afiliação dos bancos comerciais aos bancos de investimentos. Em linhas gerais, os bancos comerciais, que recebem depósitos e concedem empréstimos, não estavam mais autorizados a subscrever ou negociar títulos, enquanto os bancos de investimentos, que subscrevem e negociam títulos, não estavam mais autorizados a se filiar a bancos comerciais, bem como a dividir os mesmos diretores dos seus conselhos de administração ou ter propriedade em comum. Apenas 10% da receita total dos bancos comerciais poderiam se originar da negociação de valores mobiliários, com exceção da subscrição de títulos públicos.

Outra importante provisão da lei foi a criação da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que se incumbiu em garantir os depósitos dos bancos em até US\$ 2,5 mil, limite cujo valor foi aumentado diversas vezes com o passar dos anos até atingir os atuais US\$ 250 mil. A garantia de depósitos é vista como uma medida bem-sucedida, apesar da intensa controvérsia a respeito do risco moral imanente ter emergido durante as falências bancárias durante a década de 1980.

Das seções da *Glass-Steagal Act*, as mais significantes para esta dissertação são as seções 16, 20, 21 e 32. Estas seções tratam de regular a relação entre bancos de investimentos e os bancos comerciais.

- A seção 16 proibiu a todos os bancos nacionais, sob a regulação do *Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), i.e. os bancos comerciais, negociar títulos mobiliários com as suas próprias receitas;
- A seção 20 proibiu aos bancos públicos e aos bancos nacionais membros do *Federal Reserve* de afiliarem-se a instituições envolvidas principalmente na negociação de títulos mobiliários;
- A seção 21 proibiu às instituições que negociavam principalmente títulos mobiliários de receberem depósitos à vista. Dessa forma, um

banco de investimentos ou um fundo de *hedge* não poderia, paralelamente, oferecer contas correntes.

- A seção 32 proibiu aos bancos membros do Fed compartilhar membros dos seus conselhos administrativos com instituições envolvidas principalmente na negociação de títulos mobiliários.

Ademais, a lei tornou proibido o pagamento de juros sobre contas correntes. A justificativa era que o pagamento de juros sobre depósitos à vista levaria a uma competição excessiva entre os bancos, o que poderia causar o engajamento em investimentos e políticas de concessão de empréstimos demasiadamente arriscados para auferirem receitas suficientes para remunerar os juros. Essa proibição foi revogada pela *Dodd-Frank Act*, que permitiu, mas não obrigou, as instituições financeiras a oferecerem contas correntes remuneradas.

### **1.2.2 Crise das associações de poupanças**

Em meados dos anos 1980, o sistema financeiro dos EUA passou por um período de turbulência no setor de poupanças, as *savings and loan associations* (S&Ls). A inflação e as taxas de juros elevadas no início daquela década trouxeram dois problemas a essas associações. Primeiramente, as taxas de juros que elas poderiam remunerar os seus depósitos eram estabelecidas pelo governo federal e passaram a ser substancialmente menores que as remunerações de qualquer outra aplicação, o que levou os poupadores a sacarem seus fundos. Em segundo lugar, essas associações concediam empréstimos hipotecários de longo prazo com taxas de juros pré-fixadas e, quando as taxas de juros se elevaram, essas hipotecas perderam um valor considerável, com impacto direto e negativo sobre lucros líquidos das S&Ls. A resposta dos legisladores a esses problemas foi a aprovação da *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* de 1980, a fim de desregular o setor na esperança de que os mecanismos de mercado resolvessem seus próprios problemas.

As S&Ls eram, originalmente, organizadas por grupos de pessoas que desejavam comprar casas próprias, mas não tinham poupança suficiente para comprá-las. No início dos anos 1800 os bancos não emprestavam dinheiro para hipotecas residenciais, o que fez as pessoas se organizarem em grupo e reunir suas poupanças, as emprestando a alguns dos membros para financiar a compra de suas

casas. Conforme os empréstimos eram pagos, os fundos poderiam então ser emprestados a outros membros.

As S&Ls são, geralmente, menores que os bancos, tanto no número de clientes quanto nos valores dos ativos sob seu controle, mas eles eram importantes condutores do mercado de hipotecas americano. Em 1980, havia aproximadamente 4.000 associações com ativos totais de US\$ 604 bilhões, a maioria mantida em investimentos relacionados aos empréstimos hipotecários tradicionais (FDIC, 1997).

A concentração relativamente grande dos empréstimos hipotecários das S&Ls, cumulada com a dependência de depósitos de curta maturidade, fizeram as instituições de poupança especialmente vulneráveis a aumentos nas taxas de juros. Conforme a inflação se acelerava e as taxas de juros começaram a subir rapidamente no final dos anos 1970, muitas S&Ls começaram a sofrer grandes perdas. As taxas que elas tinham de pagar para atrair depósitos aumentaram bruscamente, mas seus ganhos com hipotecas de longo prazo a taxas pré-fixadas se mantiveram estáveis e as perdas começaram a se avolumar.

Conforme a inflação e as taxas de juros começaram a diminuir no começo dos anos 1980, as S&Ls começaram a se recuperar, mas o problema principal era a falta de recursos para solucionar as instituições que tinham se tornado insolventes. Estima-se que teria custado ao *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC) aproximadamente US\$ 25 bilhões para fechar as instituições insolventes em 1983, nada menos que quatro vezes os US\$ 6,3 bilhões em reservas mantidas pelo fundo de seguro de depósitos das poupanças (FDIC, 1997).

A resposta regulatória foi permitir às associações permanecerem abertas, fazendo com que seus problemas financeiros só piorassem com o tempo. Além disso, às S&Ls foi permitido conceder novos empréstimos além das hipotecas residenciais e o limite da cobertura do seguro de depósito foi aumentado de US\$ 40.000,00 para US\$ 100.000,00, tornando mais fácil para as instituições insolventes atraírem depósitos para emprestar.

Como resultado dessas mudanças regulatórias e legislativas, as S&L experimentaram um rápido crescimento. De 1982 a 1985, os ativos das poupanças cresceram 56%, de US\$ 686 bilhões para US\$ 1,068 trilhões (FDIC, 1997). Esse crescimento foi impulsionado pela elevação dos depósitos conforme as instituições com problemas começaram a pagar taxas mais altas para atraírem fundos. Essas instituições estavam se envolvendo numa estratégia de investir em projetos cada

vez mais arriscados, na esperança de que eles pagariam retornos elevados. Se esses retornos não se materializassem, então seriam os contribuintes que arcaariam com a conta, uma vez que as instituições já estavam insolventes e os recursos do FSLIC eram insuficientes para cobrirem as perdas.

Ao final dos anos 1980, o Congresso dos EUA decidiu discutir esses graves problemas das poupanças. Em 1989 foi aprovado a *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* que instituiu reformas no setor. O principal regulador das S&Ls (o *Federal Home Loan Bank Board*) foi extinto, bem como a FSLIC. Em substituição, o Congresso norte-americano criou o *Office of Thrift Supervision* e os seguros de poupança ficaram sob a responsabilidade da FDIC. Ademais, a *Resolution Trust Corporation* (RTC) foi fundada para solucionar as S&Ls que ainda enfrentavam problemas. A RTC fechou 747 S&Ls com ativos de mais de US\$ 407 bilhões e a crise de poupanças chegou ao fim quando a RTC se encerrou em 31 de dezembro de 1995, com um custo final ao erário estimado em US\$ 124 bilhões (ROBINSON, 1980-1989).

### **1.2.3 Desregulamentação financeira**

Uma das mais importantes legislações que afetaram o *Federal Reserve* na sua história centenária é conhecida formalmente como *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*. Essa lei foi assinada pelo Presidente Jimmy Carter em 31 de março de 1980 e o próprio título da lei indica duas das maiores áreas de preocupação que a legislação esperava lidar — a desregulamentação das instituições depositárias e os esforços para aprimorar a condução da política monetária pelo *Federal Reserve*.

Com a aprovação da referida lei, o ambiente regulatório que os bancos e outras instituições depositárias operavam passou por uma grande reforma. Conforme as taxas de juros subiram a níveis de dois dígitos, os poupadores começaram a evitar bancos como veículos para suas poupanças, uma vez que as taxas de remuneração dos depósitos permitidas às instituições depositárias eram limitadas por leis em vigor desde a Grande Depressão, e passaram a depositar seus fundos em entidades não reguladas como os fundos mútuos *money market*.

Um dos propósitos da lei era “*to facilitate the implementation of monetary policy, to provide for the gradual elimination of all limitations on the rates of interest which are payable on deposits and accounts, and to authorize interest-bearing transaction accounts*” (EUA, 1980). Até então, a taxa de juros máxima que os bancos e outras instituições poderiam remunerar eram reguladas pelo governo federal sob o que era conhecido como *Regulation Q*. De fato, bancos não eram permitidos remunerar quaisquer juros sobre contas correntes e, na época que a lei foi assinada, a taxa sobre contas de poupanças nos bancos estava definida em 5,25% a.a., mas as taxas de juros do mercado estavam em dois dígitos, como testemunhado pela taxa dos títulos de curto prazo do Tesouro de mais de 12% a.a. (ROBINSON, 1980). Dessa forma, bancos e outras instituições depositárias tradicionais estavam em grande desvantagem em atrair depósitos comparado a competidores menos regulados, como os fundos mútuos *money market*, que passaram a capturar os depósitos bancários. Dessa forma, o Título II da lei, conhecido como *Depository Institutions Deregulation Act*, eliminou as restrições sobre as taxas de juros que as instituições depositárias poderiam remunerar os seus depósitos.

Com inflação a taxas de dois dígitos nos EUA ao final dos anos 1970, o controle rígido sobre a oferta de moeda se tornava cada vez mais importante para o governo federal. O Título I da lei é conhecido como *Monetary Control Act* e requereu a todas as instituições depositárias a manutenção de depósitos compulsórios. Esses depósitos são uma ferramenta importante que o Fed pode usar para alcançar as medidas desejadas na política monetária. Até então, apenas os bancos comerciais que eram membros do *Federal Reserve System* eram requeridos a manter reservas, sendo que, até 1980, menos de 40% dos bancos comerciais eram federados (ROBINSON, 1980). Outras instituições depositárias, como as S&Ls e as cooperativas de crédito, cujos depósitos também faziam parte da oferta monetária, não estavam sujeitos aos depósitos compulsórios do Fed, fato que limitava sua habilidade de controlar a oferta monetária.

Depósitos compulsórios obrigam as instituições depositárias a reservar uma certa quantia dos seus ativos na forma de dinheiro em caixa ou em contas mantidas nos bancos regionais do *Federal Reserve*. A lei também dispunha uma introdução gradual dos depósitos compulsórios para as instituições não federadas, que passaram a ser elegíveis aos empréstimos de redesconto,

disponíveis anteriormente apenas aos bancos federados. Informações adicionais sobre os ativos e obrigações das instituições depositárias também passaram a ser exigidas pela lei, novamente com a intenção de auxiliar o Fed a ter maior controle da política monetária.

Outra disposição importante da *Monetary Control Act* permitiu ao *Federal Reserve* a cobrar taxas por certos serviços providos, incluindo a guarda de notas e moedas para as instituições; compensação e coleta de cheques; transferências bancárias; e custódia de valores mobiliários.

Além do controle monetário e dos componentes desregulamentares da legislação, outras características da lei afetaram os mercados financeiros e os consumidores. Por exemplo, a lei autorizou aos bancos o provimento de serviços de transferências automáticas de contas correntes para poupanças e aumentou a cobertura do seguro de depósito de US\$ 40.000,00 para US\$ 100.000,00, expandindo alguns poderes das S&Ls, o que gerou algumas consequências ruins e não intencionais, como visto anteriormente.

Desde a aprovação da *Federal Reserve Act* em 1913, poucas legislações tiveram impacto significativo sobre o *Federal Reserve* como a *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*. Depois da aprovação da lei, Paul Volcker<sup>4</sup> (1980) notou que os Títulos I e II “*will undoubtedly take their place among the most important pieces of financial legislation enacted in this century*”. Aplicando requerimentos de reserva a todas instituições depositárias, a lei proveu ao Fed instrumentos necessários para combater a inflação e estabilizar a economia. Abrir o redesconto para todas as instituições e cobrar por certos serviços também representou uma mudança drástica para as operações do Fed e a liberalização dos mercados financeiros de forma que os bancos pudessem competir pelos fundos dos depositantes beneficiou os consumidores, elevou as poupanças e ajudou os mercados a funcionarem mais suavemente. Três décadas depois, contudo, inovações financeiras tornaram as medidas tradicionais da política monetária menos efetiva. Apesar disso, requerer a todas instituições depositárias a manter reservas e as conceder acesso à janela de redesconto proveu maior nível de equidade na regulação entre as instituições.

---

<sup>4</sup> Paul Volcker se tornou *chairman* do *Federal Reserve* em 6 de agosto de 1979. Ele foi reconduzido para um segundo mandato em 6 de agosto de 1983 e serviu até 11 de agosto de 1987.

#### 1.2.4 *Gramm-Leach-Bliley Act*

Ao final da década de 1990, a consolidação do sistema bancário completava uma tendência que se iniciara há vinte anos. O número de bancos comerciais nos EUA reduziu de mais de 14 mil instituições em 1984 para menos de 9 mil em 1999, enquanto o tamanho médio desses bancos cresceu (MAHON, 1999). Esse movimento foi parte de uma tendência maior de consolidação do setor de serviços financeiros.

Além disso, o sistema financeiro que havia operado em separado por toda a metade final do século XX — bancos comerciais, bancos de investimento e seguradoras — se tornaram mais integrados. No final dos anos 1980, algumas organizações de bancos comerciais começaram a avançar na subscrição de títulos (ações e bônus) e alguns poucos começaram a vender, também, seguros. Isso foi permitido graças à interpretação ampla da seção 20 da *Glass-Steagall Act* que requeria que os afiliados dos bancos comerciais não estivessem envolvidos principalmente em títulos mobiliários. Para determinar se um negócio estaria envolvido principalmente com títulos mobiliários, o *Federal Reserve* não considerava a negociação de títulos em nome dos clientes dos bancos, nem tampouco certos tipos de títulos, como os títulos de dívidas municipais.

Em 1999 a integração financeira já se encontrava em um longo processo de consolidação quando o Congresso dos EUA decidiu agir. Em novembro, aquele parlamento emanou e o Presidente Bill Clinton promulgou a *Gramm-Leach-Bliley Act*, reescrevendo os códigos da regulação financeira e dando ao *Fed* novos poderes de supervisão.

A *Gramm-Leach-Bliley Act* tinha a pretensão de promover os benefícios da integração financeira aos consumidores e investidores e ao mesmo tempo garantir a solidez do sistema financeiro e bancário.

A primeira inovação da lei foi a criação de um novo tipo de instituição, a *holding* financeira. Essa *holding* financeira era essencialmente uma extensão do conceito de *holding* bancária: era uma organização que poderia deter subsidiárias em diferentes ramos de atividades financeiras. A subscrição de títulos e a venda de seguros pelas instituições depositárias ainda seria restrita, entretanto, os bancos poderiam fazer parte de uma corporação maior envolvida nessas atividades.

Ao permitir esse tipo de afiliação, a nova lei revogou partes da *Glass-Steagal Act*, por outro lado, criou novas regulações para as *holdings* financeiras. A lei impôs restrições a fim de prevenir que as subsidiárias bancárias e não-bancárias de uma *holding* financeira promovessem e comercializassem os produtos e serviços das outras subsidiárias para seus clientes. Além disso, restrições permaneceram nas transações entre subsidiárias bancárias e não-bancárias.

As seções 16 e 21 da *Glass-Steagal Act* ainda estão em vigor. O que a *Gramm-Leach-Bliley Act* revogou foram as seções 20 e 32, o que permitiu a empresas de *holding* controlar bancos comerciais e firmas que negociam títulos mobiliários e, para ambos os tipos de companhia, compartilhar diretores dos seus conselhos de administração. O exemplo clássico desse tipo de negócio foi a fusão do *Citicorp*, um banco comercial, com o *Travelers Group*, um conglomerado financeiro que detinha os bancos de investimentos *Smith Barney* e *Salomon Brothers*, criando o *Citigroup*.

A lei também impôs limitação no tamanho das subsidiárias financeiras dos bancos. A partir do momento em que a lei passou a vigorar, o ativo total das subsidiárias financeiras de um banco era limitado a até US\$ 50 bilhões, ou 45% dos seus ativos totais, o que fosse menor, e o regulador apontado para aplicar a lei foi, primeiramente, o *Federal Reserve* (FURLONG, 2010).

A supervisão do *Fed* sobre as *holdings* financeiras é baseada nos conceitos de regulação funcional. O *Fed* supervisiona a organização consolidada, fiando-se principalmente nos relatórios e na supervisão das autoridades federais e estaduais jurisdicionadas a cada subsidiária dessas *holdings*, e.g., a *Securities and Exchange Commission* (SEC) regularia as distribuidoras e corretoras de títulos mobiliários e os assessores de investimentos; as comissões estaduais de seguros regulariam as companhias de seguros licenciadas; e as agências federais e estaduais regulariam os bancos e as poupanças. A lei, então, manteve a regulação existente para as subsidiárias das *holdings* financeiras mas concedeu ao *Fed* o papel de regulador da *holding*.

Esse papel foi visto como necessário porque essas grandes e complexas instituições financeiras detinham riscos espalhados por todas as suas subsidiárias, mas as gerenciavam como uma entidade consolidada, devendo haver a regulação da operação de todas as partes. Além disso, o objetivo da lei era proteger os bancos e seus clientes dos riscos assumidos nas subsidiárias financeiras, enquanto garantia

que as proteções aos bancos (e.g. os seguros de depósitos) não fossem estendidos às afiliadas não-bancárias, fato que poderia criar incentivos perversos para o gerenciamento de risco.

A revogação das seções da *Glass-Steagal Act* levou ao problema do choque de culturas diferentes, que tornou mais frágil o sistema financeiro como um todo. A atividade bancária tradicional é baseada no relacionamento e na cultura social das instituições com os clientes poupadores e tomadores de empréstimos, que é incompatível com a tomada de risco e a mentalidade curto-prazista dos bancos de investimento, que buscam retornos imediatos. Ela contribuiu para a crise financeira de 2008 ao elevar o número de grandes instituições financeiras, o que levou a resgates públicos maiores do que seria necessário, caso contrário.

### 1.2.5 A Grande Recessão

A crise financeira de 2008 foi consequência de um conjunto de fatos que permitiram a ocorrência de fraudes no sistema financeiro e o crescimento de uma bolha imobiliária.

Das inovações financeiras desenvolvidas a partir da década de 1970, a securitização de recebíveis destaca-se pela proporção tomada até a crise financeira de 2008. Este processo nada mais é que a emissão de títulos pelos bancos de seus próprios direitos a receber para o mercado financeiro. Dessa forma, as instituições financeiras concediam crédito aos tomadores e, em seguida, securitizavam os direitos de receber o principal e os juros desses financiamentos e os vendia ao mercado financeiro como investimentos, de modo que livravam seus balanços dos riscos inerentes aos empréstimos ao repassá-los aos investidores e, ao mesmo tempo, os permitia conceder novos empréstimos com a margem liberada pela securitização. Carvalho *et alii* (2007) discorre:

Securitização refere-se à transformação de obrigações financeiras geradas anteriormente em processos de oferta de crédito em papéis colocáveis diretamente no mercado. Securitização, assim, descreve um processo de desintermediação financeira, em que cada vez mais bancos mudam seu padrão de atuação, deixando de ser intermediários de crédito para se tornarem corretores e promotores de negócios. (CARVALHO *et alii*, 2007).

Os autores ainda destacam dois tipos de securitização: a primária e a secundária. Por securitização primária se entende a colocação de títulos no mercado por parte das empresas, e.g. *commercial papers*, e são uma forma mais barata de se

captar dinheiro alternativamente aos empréstimos bancários. Enquanto a secundária é a securitização dos ativos bancários, ou seja, é a colocação no mercado de títulos de empréstimos já realizados aos tomadores. Em Carvalho *et alii* (2007), “a securitização secundária, assim, descreve processos inicialmente gerados sob a forma de crédito que são transformados em papéis e repassados a investidores, liberando recursos para as instituições financeiras retomarem o processo de crédito”. Este tipo de securitização teve grande destaque para a crise de 2008, na qual os bancos, após realizá-la, encontravam-se livres para ofertar mais crédito ao mercado sem comprometer seu capital próprio, uma vez que a securitização dos ativos liberava seus balanços dos riscos que eram ora imputados a eles, porém, transferidos aos investidores.

A acentuada expansão da securitização de créditos permitiu que os bancos comerciais elevassem sua alavancagem, já que eles podiam descarregar em investidores os riscos de empréstimos registrados em seus balanços, liberando capital para mais empréstimos. Para um mesmo volume de capitais próprios, a concessão de crédito poderia se expandir até o limite da demanda existente. Mas, mesmo com taxas de juros historicamente baixas, a demanda solvável mostrou que tinha limites. Em consequência, novo passo foi dado para maior alavancagem com um novo perfil de devedor, anteriormente considerado de baixa qualidade, sendo incorporado no modelo *originate-to-distribute*. Dessa forma, os bancos obtiveram novos recursos, que lhes permitiram conceder novos créditos, bem como receitas suplementares – taxas, comissões etc., em função da securitização dos créditos concedidos e da transferência de seus riscos. Em decorrência, o crescimento do crédito foi considerável. No segmento imobiliário americano, seu volume mais do que dobrou de 2000 a 2007, passando de US\$ 4,8 trilhões para US\$ 10,5 trilhões. (FARHI, 2011).

Lado a lado com essas inovações estão os investidores institucionais, que se constituem de *pools* de recursos financeiros e que investem essas somas em títulos e outros ativos de investimento. Os principais investidores institucionais são os fundos de pensão, que gerenciam as contribuições de seus participantes com o objetivo de gerar uma previdência complementar aos contribuintes. Também são incluídas nesta denominação as seguradoras, que investem os prêmios recebidos de seus segurados para caso haja a necessidade de realizar o seguro.

Porém, mais importante para o caso em tela são os fundos de investimento, em específico os fundos mútuos *money market*, nos quais o dinheiro aplicado no fundo pelos clientes é investido pela instituição, gerando retorno aos depositantes. A *Glass-Steagall Act* pôs fim à possibilidade de juros remunerarem os depósitos à vista dos clientes de bancos comerciais e os fundos *money market* foram a réplica do mercado para contornar essa regulação, cujas características desenvolvidas

mimetizavam de forma muito próxima a natureza dos depósitos à vista, porém, rendendo juros e sem terem que se submeter aos requerimentos de reservas impostos pela autoridade monetária.

A cumulação da securitização com a emergência desses fundos permitiu a gênese dos *nonbank banks*, paradoxais bancos não-bancários. Como os fundos de investimento são instrumentos não-bancários, mas que ofereciam a liquidez semelhante aos depósitos à vista dos verdadeiros bancos comerciais, com o adicional condão de não serem estritamente regulados nem forçados a manter reservas de capital próprio, formou-se um ambiente próspero para a emergência do *shadow banking system*, um paralelo sistema bancário na sombra da regulação e supervisão financeira, composto por uma variedade de instituições financeiras não-bancárias, sobretudo os grandes bancos de investimentos, seguido pelos fundos de *hedge* e outros investidores institucionais, tais como as seguradoras, os fundos de pensão e as *government sponsored enterprises*.

Essas instituições adotaram um modelo de negócios que as aparentava aos bancos sem sê-los, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas e investindo em ativos de longo prazo e ilíquidos. Mas, porque, diferentemente dos bancos, eram displicentemente reguladas e supervisionadas, não dispunham de reservas de capital nem acesso aos seguros de depósitos, às operações de redesconto e às linhas de empréstimo de última instância dos bancos centrais. (FARHI, 2011).

A crescente evolução do processo de securitização e a tendência à conglomeração bancária alteraram radicalmente o grau de exposição aos riscos entre as instituições e criaram ligações cada vez maiores entre os diversos segmentos do sistema financeiro. Tornou-se cada vez mais complexo distinguir as atividades de cada instituição financeira e havia um emaranhado de novas transações, impensáveis no começo do século XX.

Os bancos americanos, já desde a década de 1980, vinham pressionando o Congresso no sentido de permitir a diversificação de atividades, notadamente a possibilidade de operação simultânea como bancos comerciais e bancos de investimento, revogando-se a Lei *Glass-Steagal*, o que finalmente ocorreu em fins de 1999. (CARVALHO ET ALII, 2007).

A referida lei revogatória trata-se da *Gramm-Leach-Bliley Act*, aprovada em 12 de novembro de 1999 nos EUA. O texto da lei segue a concepção ventilada por aqueles que investem: a diversificação dos ativos possibilita a pulverização dos riscos. Nesse caso, a diversificação das atividades das firmas bancárias comerciais se daria através da possibilidade de se afiliarem a outras empresas que prestam serviços financeiros, tais como, seguradoras e corretoras. Dá-se o nome de

desregulamentação a essas medidas de governo que permitem às firmas a própria gestão dos riscos tomados, com a justificativa de que, alegadamente, é de interesse da empresa manter operações sólidas para se manter e se fortalecer no mercado.

Dessa forma, estava instrumentalizada a especulação nesse mercado. Os bancos financiavam imóveis tanto para os clientes *prime* quanto para os clientes *subprime*. Num mercado com demanda crescendo além da oferta de novas casas, os preços se elevavam continuamente, o que permitiu a exuberância das famílias com a valorização dos seus imóveis, que as tentava a entrar no mercado de qualquer maneira, incentivadas ainda pela deterioração das condições requeridas pelos financiadores; pela redução no valor da entrada; pelas taxas de juros variáveis e baixas naquela época; e o curioso caso dos empréstimos *ninja* (abreviatura para os empréstimos concedidos aos clientes com *no income, no job, no assets*). Às famílias com problemas para pagar a hipoteca era permitido, por vezes, refinarciamentar o imóvel, amortizando uma parte do financiamento com uma fração da valorização da sua casa.

O conflito de interesses era evidente, os bancos, além de ganharem com os juros mais elevados dos clientes *subprime*, ganhavam com as comissões, com os refinanciamentos e, inclusive, quando algum cliente fosse despejado por ter sido executada a hipoteca contratada junto à instituição. O ganho nesta situação se dava com a venda da casa para outra família, ao preço corrente do mercado, possivelmente maior do que os débitos devidos pela família anterior que havia comprado há algum momento no passado.

A securitização de recebíveis também teve um rol importante na crise financeira. Esta securitização nada mais é do que o empacotamento dos recebíveis bancários (e.g. empréstimos *subprime*, dívidas de cartões de crédito, financiamentos estudantis etc.) e posterior repartição em *tranches*, que recebiam o nome de *asset-backed securities* (ABSs). Estes ABSs eram distribuídos conforme a qualidade dos seus ativos, desde a classificação *triple A* (grau AAA) — ativos julgados possuir a mais alta qualidade, com baixo risco de crédito, e que compunham os *residential mortgage-backed securities* (RMBSs) — até classificações *junk* (graus B e C) — ativos julgados serem especulativos, com risco de crédito variando de médio a alto (graus B) até próximo de calote (graus C), que compunham os *collateralized debt obligations* (CDOs). A tabela 1 apresenta as definições de cada grau de risco da agência de classificação de riscos Moody's.

**Tabela 1 — Escala de classificação global de longo-prazo**

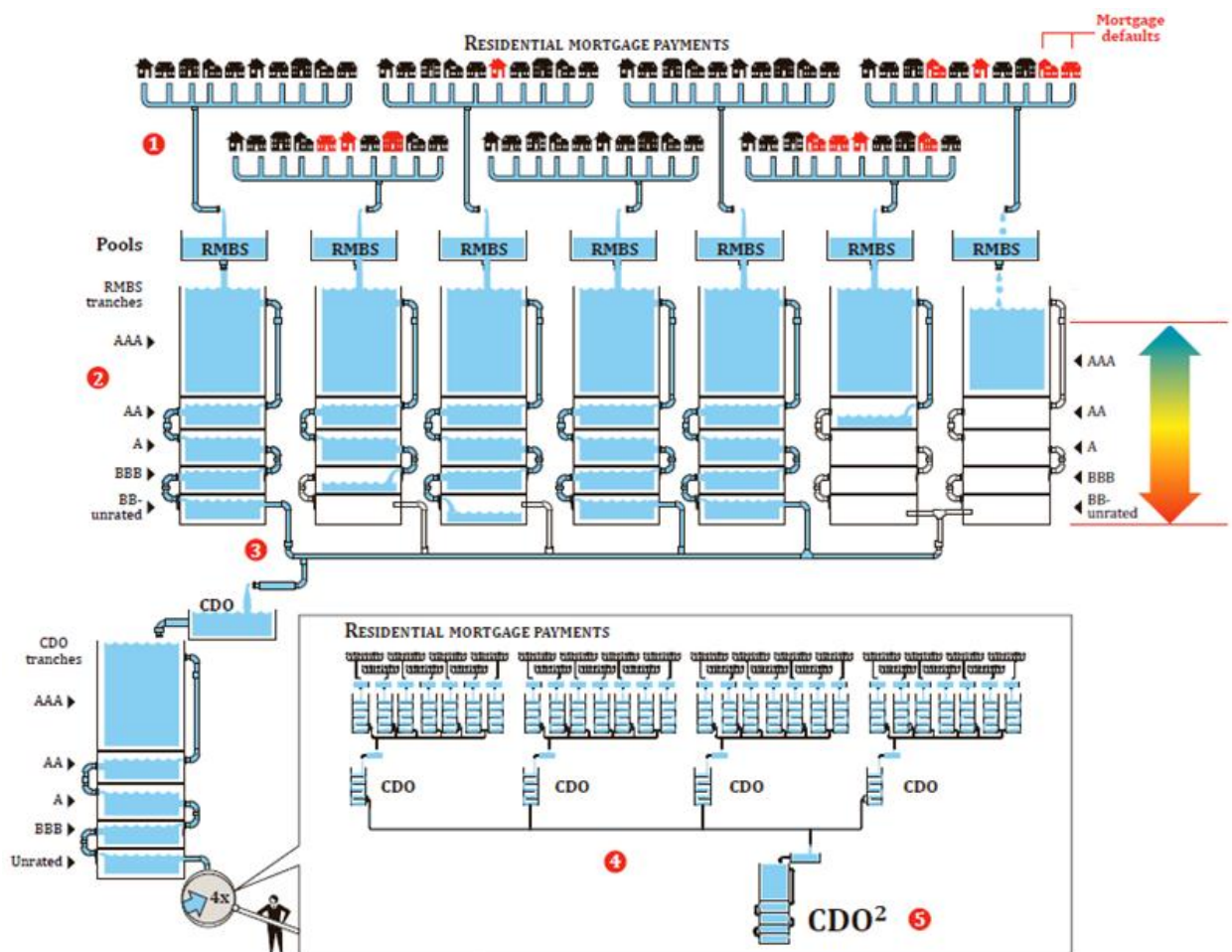
<b>Grau de classificação de risco</b>	<b>Descrição</b>
Aaa	Obrigações classificadas Aaa são julgadas possuir a mais alta qualidade, sujeitas ao menor risco de crédito.
Aa	Obrigações classificadas AA são julgadas possuir alta qualidade e são sujeitas a risco de crédito muito baixo.
A	Obrigações classificadas A são julgadas possuir médio-alto grau de qualidade e são sujeitas a risco de crédito baixo.
Baa	Obrigações classificadas Baa são julgadas possuir médio grau de qualidade e sujeitas a risco de crédito moderado e, como tal, possuem certas características especulativas.
Ba	Obrigações classificadas Ba são julgadas especulativas e sujeitas a risco de crédito substancial.
B	Obrigações classificadas B são consideradas especulativas e são sujeitas a elevado risco de crédito.
Caa	Obrigações classificadas Caa são julgadas especulativas e em má situação e são sujeitas a risco de crédito muito alto.
Ca	Obrigações classificadas Ca são altamente especulativas e são prováveis, ou estão muito próximas, de falir, com alguma perspectiva de recuperação do principal e dos juros.
C	Obrigações classificadas C são as piores classificadas e estão tipicamente em falência, com pouca perspectiva de recuperação do principal e dos juros.

**Fonte:** Moody's (2016) (traduzido pelo autor)

Desse modo, os bancos livravam seus balanços das obrigações assumidas pelos empréstimos, permitindo que novos financiamentos fossem concedidos, gerando novas comissões, novos juros, novas securitizações etc. O conflito de interesse também era claro nessas negociações, aos bancos convinha negociar esses ativos pelos benefícios referidos, porém, ao investidor avesso ao risco, não convinha aplicar em títulos com classificação de risco especulativa. Sabendo disso, os bancos pagavam as agências de classificação de risco para avaliarem os seus próprios produtos que, não surpreendentemente, recebiam os melhores graus de investimento.

A teoria de como o sistema financeiro criou ativos classificados como *triple A* baseados em hipotecas *subprime* e dos clientes *ninja* pode ser ilustrada pela figura 1.

Figura 1 — Diagrama dos CDOs



Fonte: Wikimedia (adaptado pelo autor)

No sistema financeiro, os ativos *triple A* são, teoricamente, os mais seguros e líquidos do mercado e, portanto, cotados a valores mais altos. Para criar os CDOs, as instituições financeiras empacotavam e reempacotavam títulos endossados por hipotecas *subprime* de alto risco resultando em ativos classificados AAA. Esse sistema funcionou até os recebíveis que estruturavam os CDOs começarem a sofrer calotes simultaneamente. Quando os devedores passaram a inadimplir com essas dívidas, não houve dinheiro suficiente para pagar todos os títulos relacionados a elas.

Em síntese:

1. As famílias de todo o país contratavam hipotecas, financiamentos estudantis e compravam a crédito no cartão. As instituições financeiras, por sua vez, combinavam centenas dessas hipotecas *subprime* em RMBSs;
2. Esses títulos agrupados eram divididos em *tranches* pelo nível de risco e o potencial de ganhos para os detentores desses ativos. Quando todos pagavam suas hipotecas todo mês, todos os grupos de detentores dos RMBSs eram remunerados;
3. Os pagamentos das hipotecas eram recebidos pela instituição financeira e eram distribuídos aos investidores. *Tranches* com melhores classificações eram pagas primeiro. Quando as parcelas mensais das hipotecas não eram pagas, os pagamentos não eram feitos aos detentores de *tranches* de baixa qualidade;
4. CDOs eram criados reempacotando *tranches* das piores classificações. A maior parte dos CDOs eram bem classificados, mesmo sendo construídos sobre ativos de alto risco;
5. As instituições financeiras faziam o mesmo movimento com as *tranches* de alto risco dos CDOs, criando os CDO-*squared*.

Enquanto os preços dos imóveis nos EUA subiam, o sistema funcionava. Contudo, o pico de valorização foi atingido em 2006 e já em 2007 os preços dos imóveis se reduziram, em média, 4% (THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011). Receosos da capacidade dos bancos em honrarem as obrigações dos ABSs, os participantes do sistema financeiro lançaram outro tipo de derivativo, os *credit default swaps* (CDSs), que eram um tipo de *hedge* contra o calote dos títulos. Neste ponto, refere-se aos mais “inovadores” capitais fictícios. Os

portadores destes títulos sequer estavam preocupados com o pagamento das parcelas do financiamento imobiliário pelo mutuário do qual o seu título era, no máximo, um espectro turvo daquele, para reembolsar o dinheiro investido. Estes portadores estavam preocupados com a negociação dessas *securities* sobre variações marginais em seus preços, num contexto de mercado que começara a ruir.

Isso tudo significa que as hipotecas e outros tipos de dívidas foram combinadas, empacotadas, repartidas, ofertadas como ativo de portfólio de acordo com a sua qualidade e na qual a flutuação dos seus preços gerava o ganho do “investidor”, que também apostava no calote das próprias instituições. Todo este esquema tinha começado a falhar.

Perante um excesso de famílias inadimplentes com seus compromissos assumidos, os bancos se defrontaram com a situação de executar as hipotecas. Com o excesso de imóveis à venda, os preços se estabilizaram de início e começaram a se reduzir em seguida. Aqueles mutuários *subprime* que utilizavam do refinanciamento para amortizar suas dívidas não conseguiram mais realizar esse movimento, foram despejados e suas casas foram ofertadas num mercado saturado, contribuindo mais ainda para a queda dos preços.

Estes problemas enfrentados pelos bancos se refletiram naqueles títulos endossados por hipotecas, que estavam contabilizando calotes. Os bancos de investimentos, os fundos de pensão e as seguradoras eram os principais compradores desses títulos. Estes investidores institucionais financiavam suas operações diárias com títulos de curto prazo (*commercial papers*) e aplicavam em títulos de longo prazo de maturação, entre eles os CDOs, que rendiam bons juros. Com os calotes, os rendimentos começaram a minguar e estes investidores se viram numa situação de desconfiança, fazendo com que não encontrassem negociadores dispostos a financiar suas operações por estarem expostos ao risco dos *subprime*.

O problema foi se ampliando e, no início de 2008, o quarto maior banco de investimentos dos EUA, o *Bear Stearns*, se tornou ilíquido e foi vendido ao *JP Morgan Chase* por US\$ 2 por ação, ante uma cotação de R\$ 133,20 um ano antes (THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, 2011). O pingo d’água que faltava para derramar a crise sobre o sistema financeiro mundial foi a falência do banco *Lehman Brothers* em setembro de 2008. O *Federal Reserve* se negou a intervir sobre o banco de investimento, que se encontrava fora de sua jurisdição, e tampouco havia no mercado um comprador disposto a incorporar o *Lehman*. A partir

daí o mercado entrou em crise e, na mesma semana, a seguradora AIG foi resgatada pelo governo dos EUA, que se tornou acionista desta e de outras empresas como a *General Motors* e a GE em troca de aporte financeiro, além de ter garantido com dinheiro dos contribuintes as fusões de outros bancos para que não declarassem falência. Em resumo, os bancos saíram da crise financeira de 2008 maiores do que antes dela, enquanto a economia global mergulhou em recessão às custas dos empregos e das firmas produtivas.

De fato, paradoxalmente, as maiores instituições bancárias dos EUA estão maiores agora do que antes de entrarem em crise: os seis maiores bancos dos EUA emitem mais de dois terços dos cartões de crédito e mais de um terço das hipotecas; eles controlam 95% do total de derivativos e mantêm mais de 40% dos depósitos bancários (ESKOW, 2015).

Os *shadow banks* como a AIG e o *Lehman Brothers*, que operavam ao largo da regulação bancária, são um grande problema, mas a crise financeira de 2008 se tornou uma ameaça sistêmica especificamente porque bancos *too-big-to-fail* subscreveram as apostas arriscadas que essas companhias fizeram. Aos grandes bancos foi permitido isso porque a *Glass-Steagall Act* fora parcialmente revogada.

Leis sólidas são importantes, mas igualmente importante são os promotores de justiça terem as ferramentas legais que precisam para fazer cumprir a lei. Uma lei que não é coagida a se cumprir não é uma lei afinal, e essa falha no controle jurídico sobre as instituições financeiras nos EUA impõe uma séria ameaça na punição das empresas infratoras.

Os reguladores federais sob a administração do presidente George W. Bush<sup>5</sup> e as agências reguladoras independentes tinham a autoridade legal que precisavam para interromper muitas das condutas fraudulentas e de alto risco que levaram à crise financeira de 2008, uma crise que causou a milhões de pessoas a perda das suas casas, seus empregos e suas poupanças. Quando as agências federais falharam em fazer cumprir as leis, pavimentaram o caminho para uma crise econômica devastadora.

No que diz respeito a essa impunidade, o relatório *Rigged Justice: How Weak Enforcement Lets Corporate Offenders Off Easy*, preparado pela senadora por Massachusetts pelo Partido Democrata Elizabeth Warren (2016), destaca vinte

---

<sup>5</sup> George W. Bush foi eleito o 43º Presidente dos EUA por dois mandatos consecutivos, no período de 20 de janeiro de 2001 a 20 de janeiro de 2009.

casos criminais e cíveis nos quais o governo federal falhou em requerer uma responsabilização significativa tanto das grandes corporações quanto dos seus executivos envolvidos em infrações à lei.

Dos vinte casos destacados pela senadora, seis envolvem infrações ou crimes financeiros, quatro deles por más condutas durante a crise financeira de 2008.

O primeiro dos casos envolve a agência de classificação de risco *Standard & Poor's* (S&P). Em fevereiro de 2015, a S&P consentiu o pagamento de US\$ 1,375 bilhão num acordo com o *Department of Justice* (DOJ), 19 estados e o Distrito de Columbia, em resposta às acusações de que a agência se envolveu em um esquema para defraudar investidores ao emitir classificações de risco superestimadas, que falseavam os riscos de crédito reais dos RMBSs e dos CDOs, uma das principais causas da crise financeira de 2008. O acordo não requeria a admissão de culpa pela S&P em violar a legislação e nenhum indivíduo foi processado.

O segundo caso desse relatório envolve o gigante financeiro *Citigroup*. Em agosto de 2015, duas afiliadas do *Citigroup* consentiram o pagamento de aproximadamente US\$ 180 milhões à SEC para pacificar as acusações de defraudar investidores no evento da crise de 2008. As duas unidades do *Citigroup* foram acusadas de ofertar e vender títulos altamente alavancados e arriscados a investidores entre 2002 e 2008 com a falsa afirmação de que eram seguros e de baixo risco, atitude que custou aos investidores aproximadamente US\$ 2 bilhões, mais de dez vezes maior da multa aplicada. O acordo também não requereu ao *Citigroup* a admissão de culpa por qualquer violação à lei, a SEC se negou a investigar qualquer responsável e nenhum indivíduo foi processado.

O terceiro caso levantado pela senadora envolve o banco alemão *Deutsche Bank*. Em maio de 2015, o *Deutsche Bank* consentiu o pagamento de aproximadamente US\$ 55 milhões à SEC para pacificar alegações de que o banco ocultou perdas de mais de US\$ 1,5 bilhão entre 2008 e 2009. A SEC relatou que os balanços do *Deutsche Bank* não refletiam com precisão o risco significativo que ele incorria. Novamente a companhia não admitiu qualquer violação legal e nenhum indivíduo foi responsabilizado.

Por fim, o conflito de interesse foi a infração apontada no quarto caso. Em dezembro de 2015, o *JP Morgan Chase* consentiu o pagamento de mais de US\$ 300

milhões num acordo com a SEC e a *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) no qual a companhia foi responsabilizada por inúmeros conflitos de interesse no gerenciamento do dinheiro dos clientes por mais de meia década.

Dowbor (2009), citando Marjorie Kelly, apresenta que, num plano mais amplo, o sistema é desequilibrado em termos de alocação de recursos, mesmo quando não há crise.

Dólares investidos chegam às corporações apenas quando novas ações são vendidas. Em 1999 o valor de ações novas vendidas no mercado foi de 106 bilhões de dólares, enquanto o valor das ações negociado atingiu um gigantesco 20,4 trilhões. Assim que de todo o volume de ações girando em Wall Street, menos de 1% chegou às empresas. Podemos concluir que o mercado é 1% produtivo e 99% especulativo (KELLY *apud* DOWBOR, 2009).

Destarte, as empresas só ganhariam com a emissão primária das suas ações. Ao fazer isso, confere-se aos acionistas o direito de extrair os lucros, i.e., punçar a riqueza produzida pela empresa. A busca dos investidores na ampliação dos seus ganhos nas bolsas se repercute em pressão sobre os executivos para aumentar o valor acionário da empresa, que resultam com frequência em fraudes na contabilidade das empresas em busca de valorização artificial. Colocando-se de lado essas pressões e essas fraudes que ocorrem nas grandes corporações, observa-se também o aumento da apropriação de mais-valor, onde a produtividade do trabalho aumenta em vista da implementação de novas tecnologias, novos materiais e novas formas de organização da produção enquanto a participação da remuneração do trabalhador declina.

Ora, conforme a tecnologia evolui e é implantada nessa produção, os custos, no geral, diminuem e com a mesma quantidade de mão-de-obra a empresa é capaz de produzir mais. Isso significa que com a mesma massa salarial dispendida aos trabalhadores, é permitido à empresa produzir além, num ganho de produtividade que não é repassado à mão-de-obra. No entanto, esse mais-valor é utilizado nas remunerações dos altos executivos, nos dividendos dos acionistas e nos juros dos títulos fictícios criados na sombra do sistema financeiro.

O sistema financeiro, ao ser tratado como produtor de valor em si, vem apresentando, na verdade, a geração de elevados ganhos privados às custas de também elevadas perdas públicas, na promoção de uma concentração de renda a níveis despudorados. Dos instrumentos de ampliação de riqueza, talvez do de maior serventia aos mais ricos sejam os paraísos fiscais.

### 1.3 As ilhas do tesouro

Embora não haja uma definição consensual acerca do que sejam os paraísos fiscais, para efeitos do presente estudo será utilizada a definição do grupo ativista contra evasão fiscal *Tax Justice Network* (TJN). De acordo com seus pesquisadores e ativistas, de forma genérica, os paraísos fiscais são lugares que atraem negócios ao oferecer facilidades que permitem aos indivíduos e às entidades evadirem-se de leis, regras e regulações de outras jurisdições em outros lugares, utilizando o sigilo como uma ferramenta primordial (TAX JUSTICE NETWORK). Exemplos incluem a evasão de impostos, das leis penais, das regras de transparência, da regulação financeira, das regras de herança etc.

#### 1.3.1 O que são e onde se localizam

Ao contrário do senso comum, os paraísos fiscais se localizam em algumas das maiores economias mundiais. A suspeita habitual sobre a Suíça recai sobre o fato da condição de jurisdição sigilosa advir desde o período da Primeira Guerra Mundial (1914—1918), quando a lei suíça tornou punível com multa e prisão a quebra do sigilo bancário, atraindo o olhar dos cidadãos mais ricos, numa conjuntura em que as nações europeias aumentavam os impostos para arcar com os custos da guerra. Mais do que isso, o país, ao manter uma posição neutra durante a Segunda Guerra Mundial (1939—1945), se viu aberto à oportunidade de servir às transações bancárias tanto do governo nazista quanto das poupanças das vítimas do antissemitismo ameaçadas pelo Holocausto.

A respeito desse caso moralmente repudiante, em 1996 foi instaurado nos EUA o *Independent Committee of Eminent Persons* para investigar supostas contas inativas pertencentes às vítimas do nazismo mantidas por bancos suíços. O *Report on Dormant Accounts of Victims of Nazi Persecution in Swiss Banks* conclusivo dessa investigação apurou a existência de 53.886 contas relacionadas às vítimas da perseguição nazista (INDEPENDENT ASSOCIATION OF EMINENT PERSONS, 1999). Em ação popular ajuizada pelo *Holocaust Victim Assets* em agosto de 1998 no tribunal de justiça estadual de Nova Iorque, os bancos suíços acordaram pacificar todas as ações judiciais sob o pagamento de US\$ 1,25 bilhão. Seguiram-se de vários meses de negociação até a assinatura do acordo final em 26 de janeiro de

1999, que consentiu a absolvição dos bancos, governo e outras entidades suíças de todo e qualquer pleito relacionado ao Holocausto e à Segunda Guerra Mundial em troca da indenização pelos bancos suíços (HOLOCAUST VICTIM ASSETS LITIGATION, 1999). Em reflexo a isso, dados de 31 de dezembro de 2015 apontam que o valor do pagamento autorizado pela corte nova-iorquina somou US\$ 1,298 bilhões e a importância efetivamente paga aos requerentes somou US\$ 1,284 bilhões, cuja diferença se deve à impossibilidade de localização, à recusa à indenização ou à falta da documentação obrigatória pelos favorecidos ou herdeiros (HOLOCAUST VICTIM ASSETS LITIGATION, 2016).

Ainda assim, a Suíça permanece nos dias de hoje como o maior paraíso fiscal do mundo. Há que se ressaltar, entretanto, que a Inglaterra é o *player* mais importante no sistema de paraísos fiscais *offshore*.

No livro *Treasure Islands: Tax Havens and the Men who Stole the World*, o jornalista Nicholas Shaxson (2012) retoma as características do *offshore* na *City* de Londres, já introduzido na seção 1.1.2 da presente dissertação. O autor acrescenta que se acortinam sob o *offshore* da *City* londrina as Dependências da Coroa Britânica de Jersey, Guernsey e Ilha de Man e os Territórios Ultramarinos Britânicos, como as Ilhas Cayman, Bermuda, Ilhas Virgens Britânicas, Turks e Caicos e Gibraltar. Paralelamente, Hong Kong, apesar de se encontrar fora do controle britânico direto, também possui fortes ligações históricas e atuais com a *City* de Londres. Palan, Murphy e Chavagneux *apud* Shaxson (2012) estimam que as Dependências da Coroa e os Territórios Ultramarinos Britânicos contabilizam 37% de todas obrigações bancárias e 35% de todos os ativos bancários do mundo, enquanto a *City* de Londres isoladamente contabiliza 11%. Isso significa que a rede britânica contabiliza quase a metade de todos os ativos bancários internacionais, dado que vai de encontro com o verificado pelo *Financial Secrecy Index* (FSI).

Este índice, publicado pelo TJN e compilado na tabela 2, ranqueia os países de acordo com a importância deles no plano global, por meio de uma variedade de indicadores para determinar quão sigilosa é cada jurisdição, balanceados de acordo com a escala de transações de serviços financeiros de cada país com o exterior.

Tabela 2 — *Financial Secrecy Index* — 2015

<i>Rank</i>	Jurisdição	Valor do FSI <sup>††</sup>	Escore de Sigilo <sup>†††</sup>	Escala de Peso Global <sup>††††</sup>
1	Suíça	1.466,1	73	5,625
2	Hong Kong	1.259,4	72	3,842
3	EUA	1.254,8	60	19,603
4	Singapura	1.147,1	69	4,280
5	Ilhas Cayman <sup>†</sup>	1.013,2	65	4,857
6	Luxemburgo	817,0	55	11,630
7	Líbano	760,2	79	0,377
8	Alemanha	701,9	56	6,026
9	Barein	471,4	74	0,164
10	Emirados Árabes	440,8	77	0,085
11	Macau	420,2	70	0,188
12	Japão	418,4	58	1,062
13	Panamá	415,7	72	0,132
14	Ilhas Marshall	405,6	79	0,053
15	Reino Unido <sup>†</sup>	380,2	41	17,394

<sup>†</sup> Dependência da Coroa ou Território Ultramarino Britânico. Se a rede britânica fosse aferida em conjunto, estaria no topo. <sup>††</sup> O FSI é calculado multiplicando o cubo do Escore de Sigilo pela raiz cúbica da Escala de Peso Global. O resultado final é dividido por cem. <sup>†††</sup> O Escore de Sigilo é calculado baseado em 15 indicadores. Para metodologia completa, cf. Tax Justice Network (2015). <sup>††††</sup> A Escala de Peso Global representa a parcela da jurisdição na exportação global de serviços financeiros.

**Fonte:** Tax Justice Network (2015). Adaptado pelo autor.

Paralelamente, as Ilhas Cayman e o Panamá — palco do escândalo *Panama Papers* que descortinou o dinheiro escondido *offshore* naquele país por políticos, criminosos e celebridades (THE INTERNATIONAL CONSORTIUM OF INVESTIGATIVE JOURNALISTS) — são jurisdições menos frequentemente identificadas como paraísos fiscais, bem como os EUA.

No caso americano, dada a formação política do território dos EUA, os paraísos fiscais envolvem estados isoladamente, com destaque para Delaware e Flórida, este último preferido pelas elites latino-americanas, com um longo histórico

de repositório de dinheiro procedente do tráfico de drogas, em conjunto com os paraísos fiscais do vizinho caribe britânico, numa teia de parcerias complexas.

### 1.3.2 A que e a quem servem

Em síntese, a serventia dessas jurisdições sigilosas às corporações multinacionais é a operacionalização da evasão fiscal através de falsas declarações nos preços internos, deslocando os lucros a paraísos intermediários de baixa tributação e os custos a países de elevada tributação, onde eles podem ser deduzidos dos impostos. Agindo dessa maneira, fica claro que as companhias e o capital migram para onde eles podem melhor evadir leis, regras e regulações, auferir o melhor subsídio fiscal e o mais profundo sigilo. Dados levantados por Shaxson (2012) apontam que dois terços do comércio exterior mundial ocorrem internamente em corporações multinacionais, sob a forma de empréstimos intercompanhia e registrados como investimento estrangeiro direto, e que países em desenvolvimento perdem um estimado de US\$ 160 bilhões a cada ano apenas com falsas declarações nos preços desse tipo. Além disso, as corporações podem utilizar do condão de manter seus lucros *offshore* indefinidamente e somente ser taxadas ao repatriá-los. Essa faculdade reduz o custo de capital às multinacionais e as concede uma grande vantagem competitiva contra pequenas firmas locais. A capacidade de engajar nestas falsas declarações é uma das mais importantes razões do porquê multinacionais são, de fato, multinacionais. Muitas vezes sob a alegação de alocação eficiente de capital, esse movimento as confere capital abundante e barato para reinvestimento.

*There is tax-evading private banking or asset management; sham trusts; corporate secrecy, illegal re invoicing, and more, often hidden behind soothing bromides like 'tax optimization' or 'asset protection' or 'an efficient corporate structure' (SHAXSON, 2012).*

Os paraísos fiscais servem aos indivíduos afortunados ao permitir o usufruto dos benefícios da sociedade civilizada sem ter de pagar por eles. Em 2013, a organização internacional Oxfam estimou que ao menos US\$ 18,5 trilhões são mantidos por indivíduos abastados em paraísos fiscais ao redor do mundo, representando uma perda de mais de US\$ 156 bilhões em receita tributária (OXFAM, 2013). Esse valor escondido pelos multimilionários em jurisdições sigilosas

supera todo o produto interno bruto dos EUA — a maior economia do planeta —, de US\$ 18,037 trilhões em 2015 (WORLD BANK), e o dinheiro sonegado é duas vezes o necessário para abolir a extrema pobreza e a fome no mundo. A organização nota ainda que dois terços dessa fortuna *offshore*, mais de US\$ 12 trilhões, está depositada em paraísos fiscais europeus, como Luxemburgo, Andorra ou Malta. Estes refúgios facilitam a perda de mais de US\$ 100 bilhões em receitas tributárias ao redor do mundo. Um terço da fortuna *offshore* está depositada em paraísos fiscais relacionados ao Reino Unido, onde não são declarados nem taxados.

Os US\$ 156 bilhões de perdas tributárias estimados pela Oxfam é apenas uma fração do total de perdas tributárias, uma vez que reflete apenas a importância evadida por indivíduos. Essas cifras, que deveriam ser canalizadas para o financiamento de serviços públicos como educação e saúde, estão desaparecendo a taxas alarmantes. A organização estima também que os países pobres da África perdem US\$ 14 bilhões em receita tributária anualmente (OXFAM, 2016).

Ao nortear o facho dessa análise ao Brasil, os economistas Dev Kar e Joseph Spanjers da organização sem fins lucrativos *Global Financial Integrity* (GFI), que produz análises sobre os fluxos financeiros ilícitos, concluíram no relatório *Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2004-2013* que o Brasil toma a sexta posição entre as dez economias com os maiores fluxos de saídas ilícitas de capital. Na tabela 3, compilam-se os dados auferidos por esse estudo.

**Tabela 3 — Fluxos de saídas ilícitas de capital — 2004–2013 (US\$ milhões) —  
Brasil**

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Soma	Média
15.741	17.171	10.599	16.430	21.926	22.061	30.770	31.057	32.727	28.185	226.667	22.667

Fonte: Kar e Spanjers (2015) (adaptado pelo autor)

Infere-se dos dados supra que se evadiram do Brasil para o exterior mais de US\$ 226 bilhões na década compreendida entre os anos de 2004 e 2013, uma média de mais de US\$ 22 bilhões anualmente. Ainda de acordo com Kar (2014), o subfaturamento proposital das exportações é o método principal de se operar tais evasões do país. Considerando a cotação de fechamento Ptax de venda do dólar dos EUA em 31 de dezembro de 2013 de R\$ 2,3426 (BANCO CENTRAL DO BRASIL) e considerando a alíquota de 30% do imposto sobre as exportações

(BRASIL, 1977), a evasão fiscal de mais de US\$ 28 bilhões em 2013 significou uma perda de capitais de mais de R\$ 66 bilhões, pelo que se deixou de recolher quase R\$ 20 bilhões ao erário apenas naquele ano. Para efeito de comparação, esse valor em impostos sonegados apenas pelo subfaturamento das exportações representou quase a totalidade do valor destinado à educação pública pelo orçamento anual do Ministério da Educação e quase duas vezes o valor destinado à assistência médica universal pelo orçamento anual do Ministério da Saúde para o ano de 2013 (BRASIL, 2013).

Em carta aberta publicada em 9 de maio de 2016 e subscrita por mais de 300 economistas, especialistas incluindo Thomas Pikety, Jeff Sachs, Nora Lustig, Angus Deaton e Oliver Blanchard fazem um apelo aos líderes mundiais por mais transparência fiscal e denunciam que os paraísos fiscais não servem a nenhum propósito econômico útil. A carta ainda chama a atenção:

*The existence of tax havens does not add to overall global wealth or well-being; they serve no useful economic purpose. Whilst these jurisdictions undoubtedly benefit some rich individuals and multinational corporations, this benefit is at the expense of others, and they therefore serve to increase inequality (OXFAM, 2016).*

O sistema *offshore* talvez seja o principal determinante de como o poder político e econômico funciona no mundo. Ele serve aos indivíduos pertencentes à uma elite abastada e às multinacionais a sua manutenção no topo da riqueza mundial.

### 1.3.3 Debandando a regulação

A Grande Depressão de 1929 foi o resultado de um longo período de desregulamentação, liberalismo econômico e de um mercado altista construído sobre dívida e desigualdade econômica. Nos momentos finais do *boom*, os 24.000 americanos mais ricos recebiam 630 vezes mais que a média das 6 milhões de famílias mais pobres e o 1% da população mais rica recebia aproximadamente um quarto de toda a renda, uma proporção ligeiramente maior do que as desigualdades do início da crise mundial em 2007 (HEILBRONER *apud* SHAXSON, 2012).

O sistema Bretton Woods, de cooperação internacional e estrito controle sobre os fluxos financeiros, cedeu no decorrer da década de 1970 e a era de ouro do capitalismo, que seguiu a Segunda Guerra Mundial, também acabou. O mundo

entrou numa fase de crescimento mais lento, pontuado por crises econômicas e financeiras regulares, especialmente em países em desenvolvimento.

Em parceria com a mudança de ideologia, os *offshores* conduziram os processos de desregulamentação e globalização financeira. O amplo mundo *offshore* serviu de plataforma para os bancos dos EUA escaparem das restrições domésticas e os permitiu crescer exponencialmente mais uma vez, fazendo emergir os gigantes bancários *too-big-too-fail*, alimentados pela garantia de resgate por parte do governo com o dinheiro dos contribuintes e pela evasão fiscal.

A sanha dos bancos em relação aos depósitos *offshore* pode ser entendida pela forma como essas instituições operam. Em linhas gerais, os bancos recebem depósitos, que formam os passivos bancários, e concedem empréstimos, que formam os ativos bancários; também mantêm capital amortecedor, que são as disponibilidades dos investidores. No evento dos empréstimos irem mal, este capital amortecedor serve como uma espécie de para-choque contracíclico: é o capital do investidor que recebe o impacto, não os depósitos. Todavia, se mais e mais empréstimos forem mal, a ponto do capital se exaurir, o banco se encontrará ilíquido, quando não insolvente; foi o que sucedeu na recente crise financeira.

Ocorre que o capital é mais valioso aos banqueiros do que os depósitos: quanto mais capital, maior a capacidade de multiplicar seus balanços. Em relação a isso, Shaxson (2012) aponta que esses bancos *offshore* operam sob a assunção de que 10 a 20 por cento dos seus depósitos são, na prática, capital permanente, pelo motivo dos titulares não poderem sacar seu dinheiro, ou porque seria muito arriscado fazê-lo, ou porquê vieram a falecer. Por conta disso os bancos suíços eram tão relutantes em entregar os depósitos dos judeus mortos em campos de concentração aos seus sucessores, pois era uma forma habitual de acumular reservas. Não apenas isso, os depósitos *offshore* em jurisdições sigilosas também são mais lucrativos aos bancos, uma vez que os correntistas aceitam remunerações a taxas de juros abaixo do mercado, em troca de sigilo.

*“Offshore is not only about tax, of course. It is about regulation too. (...) The recent financial crisis has exposed what most of this financial innovation really involves. Innovative forms of abuse are to be resisted, not encouraged.”* (SHAXSON, 2012).

O sistema *offshore* global foi um dos fatores centrais que ajudaram gestar a mais recente crise econômica e financeira desde 2007. Coincidentemente, *Enron*,

Bernie Madoff, *Long Term Capital Management*, *Lehman Brothers* e *AIG* estavam profundamente enraizados *offshore*. Dados de Shaxson (2012) apontam que foram desenvolvidos *structured investment vehicles* (SIVs<sup>6</sup>) envoltos em profundo sigilo que somavam até US\$ 400 bilhões depositados em *trusts* apenas em Jersey.

“*Offshore prevents effective oversight of financial markets, makes crises more likely and enables rich insiders to shift all the risks and the costs of bailouts onto the working majority and away from the investing minority.*” (SHAXSON, 2012).

## 1.4 Conclusão do capítulo

O presente capítulo incumbiu-se em relatar a crise financeira de 2008 sob a perspectiva da análise marxista. Em suas asserções, expendeu-se as definições de Marx quanto aos capitais portador de juros e fictício, que buscam em si próprios a valorização. Ao lado disso, compuseram a primeira seção os fatos históricos ocorridos desde a década de 1960 até atualmente, entre eles o *offshore* de Londres, o fim do Acordo de Bretton Woods e a crescente relevância dos grandes investidores institucionais. Na segunda seção, relatou-se os desdobramentos da crise imobiliária norte-americana e seus reflexos sistêmicos — por meio de derivativos de crédito — que culminaram com uma crise financeira mundial em 2008. A terceira seção fez entender a questão dos paraísos fiscais para a finança atual, incluindo o apontamento das maiores jurisdições sigilosas. Ao retomar a discussão dos *offshores*, essa última seção permitiu fechar o raciocínio de que o capital fictício alheio às regulações da sociedade organizada culminou em um emaranhado de ligações sistêmicas paralelas ao sistema financeiro regular. A proporção fictícia desse sistema na sombra se tornou clara com a iminência da crise de 2008, na qual uma bolha especulativa no segmento *subprime* do mercado imobiliário norte-americano se espalhou rapidamente por todo o setor financeiro doméstico e em seguida para o resto do mundo e para os setores produtivos.

Este capítulo contribuiu para ampliar a discussão acadêmica acerca da desproporção tomada pela finança no plano global. Apontou-se seu crescimento sobre a sociedade, principalmente às custas dos trabalhadores assalariados e dos

---

<sup>6</sup> SIVs são instituições financeiras não-bancárias que realizam seus lucros através do *spread* (diferença entre taxas de juros) entre os ativos de longo prazo mantidos em seu portfólio e as emissões de passivos de curto prazo.

contribuintes no geral. Acresça-se que este não esteve incurso nas discussões das propostas emergentes para retomar a face próspera do setor financeiro para a coletividade, de forma que, neste sentido, se tratará no último capítulo o aprofundamento dessa matéria.

## 2 A inserção brasileira

A análise do capítulo anterior reportou o estado no qual se encontra a finança mundial atualmente, onde o capital fictício, na qualidade dos mais diversos tipos de aplicações financeiras, se agiganta em condição onerosa à sociedade e opera arredo às regras jurídicas e tributárias.

Vale ressaltar que o sistema financeiro agrega as poupanças das famílias, das empresas e do governo e as direciona como crédito para investimento, rendendo juros aos credores e enriquecendo a sociedade ao transformar o capital financeiro em capital produtivo. Nessa função, o sistema financeiro facilita a atividade-fim e não produz bens que são úteis *per se*, mas sim, gerencia e negocia papéis e dados que podem facilitar o consumo, o investimento e as trocas.

No entanto, se observa atualmente um sistema financeiro abarcado pelas aplicações financeiras dos mais diversos tipos, num cassino no qual se negociam trilhões de dólares diariamente sem se produzir nenhuma riqueza. O modelo desse negócio se dá por meio de apostas de alto risco e do direcionamento agressivo de investimentos duvidosos a clientes incautos.

Neste capítulo se utilizarão as séries temporais mais recentes que estiverem disponíveis do sistema financeiro brasileiro, com a justificativa de se examinar os dados mais atuais para resultarem numa conclusão mais próxima do momento presente no Brasil, que, por sua vez, se reverterão em recomendações mais pertinentes à realidade corrente. Tais séries demonstrarão a ligação do sistema financeiro brasileiro com a finança mundial, pela prática das maiores taxas de juros reais do mundo.

### 2.1 Os reflexos das taxas de juros elevadas praticadas pelo Brasil

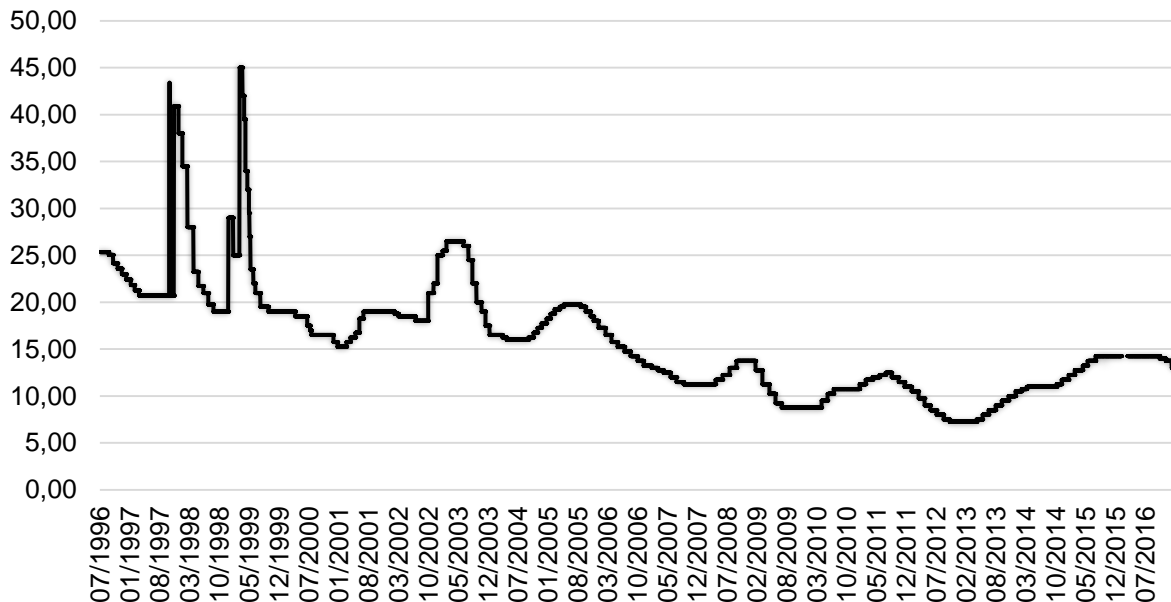
A inserção brasileira na finança mundial se dá pela punção da riqueza produtiva pelas elevadas taxas de juros que oneram os consumidores, empresários e governo. O reflexo é claro já na taxa básica de juros da economia, a taxa do Selic (Sistema Especial de Liquidação e Custódia).

A taxa Selic é a média das taxas de juros negociadas nas operações *overnight* lastreadas em títulos públicos federais desse sistema especial. Ela é

definida pelo Copom (Comitê de Política Monetária) e a taxa fixada passa a ser a meta que vigora durante o período entre as reuniões ordinárias do comitê. Atualmente, na sua 204ª reunião, em 11 de janeiro de 2017, o Copom decidiu por unanimidade pela redução da taxa básica de juros para 13% a.a. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2017), mantendo o Tesouro brasileiro o maior pagador de juros reais do mundo.

As taxas de juros elevadas são uma realidade brasileira há muitos anos. Com raras exceções, desde a estabilização monetária<sup>7</sup> as taxas de juros no Brasil sempre foram altas, como se pode observar no gráfico 2:

**Gráfico 2 — Taxa Selic fixada pelo Copom (% a.a.) — 1996–2017 — Brasil**



Fonte: Ipeadata (2016)

No final da década de 1990, pode-se observar picos nos quais a taxa Selic atingiu níveis acima de 40% a.a. Todavia, a partir dos anos 2000, o gráfico da taxa de juros básica da economia brasileira entrou numa tendência de redução conservadora, se revezando entre picos e vales mais suaves conforme a economia se deparasse com situações de crises e momentos de calmaria. Apesar da referida tendência à redução, a taxa ainda se mantém elevada.

<sup>7</sup> Apesar da estabilização monetária com o Plano Real ter ocorrido em 1994, a série temporal utilizada acima se iniciou apenas no ano de 1996, o que, entretanto, não prejudica a análise como um todo.

### 2.1.1 Aos consumidores

As taxas de juros cobradas aos consumidores, entretanto, são muito maiores que a taxa básica de juros da economia e possuem grande amplitude entre as modalidades e entre as instituições. Das diversas modalidades de crédito disponível ao consumidor, a Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (Anefac) compila a média entre as instituições brasileiras e as reporta na Pesquisa de Juros publicada mensalmente, cujos valores referentes a dezembro de 2016 prosseguem:

**Tabela 4 — Taxa de juros média para pessoa física por linha de crédito — dez. 2016 — Brasil**

Linha de crédito	Novembro/2016		Dezembro/2016		Variação	
	Taxa a.m.	Taxa a.a.	Taxa a.m.	Taxa a.a.		
Juros comércio	5,90%	98,95%	5,88%	98,50%	-0,34%	-0,02 p.p.
Cartão de crédito	15,43%	459,53%	15,33%	453,74%	-0,65%	-0,10 p.p.
Cheque especial	12,56%	313,63%	12,58%	314,51%	0,16%	0,02 p.p.
CDC – bancos – financiamento de automóveis	2,32%	31,68%	2,32%	31,68%	0%	0 p.p.
Empréstimo pessoal – bancos	4,62%	71,94%	4,58%	71,15%	-0,87%	-0,04 p.p.
Empréstimo pessoal – financeiras	8,35%	161,79%	8,29%	160,05%	-0,72%	-0,06 p.p.
Taxa média	8,20%	157,47%	8,16%	156,33%	-0,49%	-0,04 p.p.

Fonte: Anefac (2016)

Tomando os dados de dezembro de 2016, pode-se verificar que o consumidor é cobrado em 98,50% a.a. no crediário das lojas, i.e., ao final de um parcelamento de um ano, paga-se o dobro do valor do produto. Esse tipo de crédito permite ao consumidor comprar hoje, mas engessa a demanda por 12, e não raramente, 24 meses. O consumidor compra pouco pelo peso dos juros e o produtor recebe pouco

e pouco poderá investir, travando o sistema produtivo a favor da intermediação financeira.

Já pela intermediação financeira direta, constata-se que o consumidor é cobrado em 453,74% a.a. pelo crédito rotativo do cartão de crédito, 314,51% a.a. pelo cheque especial, 31,68% a.a. pelo financiamento de automóveis, 71,15% a.a. pelo crédito pessoal junto aos bancos e 160,05% a.a. junto às financeiras.

Merecem destaque as elevadas taxas de juros cobradas pelo cheque especial e o rotativo dos cartões de crédito. A amplitude dessas taxas entre as instituições é grande:

**Tabela 5 — Taxas de juros para pessoa física do cheque especial pelas cinco maiores instituições financeiras — jan. 2017 — Brasil**

Instituição	Taxas de juros a.a.
Banco Santander Brasil S.A.	451,71%
Itaú Unibanco S.A.	330,72%
Banco Bradesco S.A.	306,72%
Banco do Brasil S.A.	300,29%
Caixa Econômica Federal	296,72%
Taxa média	337,23%

Fonte: Banco Central do Brasil (2017)

A variação entre as cinco maiores instituições financeiras no Brasil é grande, partindo de 296,72% a.a. na Caixa Econômica Federal até 451,71% a.a. no Santander. Destaca-se aí que não é um mercado no qual o consumidor tem escolha e, por falta de informação e instrução, tende a aceitar as taxas e condições oferecidas.

No caso brasileiro, formou-se um cartel que permite ao reduzido número de instituições financeiras cobrar juros estratosféricos sem que o cliente tenha opção. Do ponto de vista do usuário de serviços financeiros, sem proteção reguladora do poder público e sem mecanismos de mercado que levem os intermediários a competirem para atrair o cliente, oferecendo melhores serviços e mais baratos, gerou-se um sistema de extorsão. Como somos forçados a utilizar esses serviços, não temos como escapar do pedágio, hoje um autêntico imposto privado (DOWBOR, 2016).

No que diz respeito ao crédito rotativo dos cartões de crédito, além de cobrarem as maiores taxas médias do consumidor, as operadoras cobram uma taxa de 5% sobre o valor da transação na modalidade crédito ao lojista, 2% sobre o valor

da transação na modalidade débito e o aluguel do terminal de cartões (DOWBOR, 2016). Brown *apud* Dowbor (2016) aponta que, nos Estados Unidos, o custo para as operadoras de cartão é de cerca de 4 centavos de dólar por transação realizada. Refletindo essa análise para o Brasil, em conversão direta pode-se concluir que o custo para as operadoras de cartão é de cerca de 13 centavos de real por transação realizada.

**Tabela 6 — Demonstrativo de receitas e custos da operação do sistema de pagamentos via cartões — 2015 — Brasil**

<b>Receitas</b>	<b>Valores</b>
(1) Valor transacionado na modalidade crédito	R\$ 664.897.877.108,20
(2) Taxa de 5% sobre o valor transacionado na modalidade crédito (1 x 0,05)	R\$ 33.244.893.855,41
(3) Valor transacionado na modalidade débito	R\$ 400.010.360.528,00
(4) Taxa de 2% sobre o valor transacionado na modalidade débito (3 x 0,02)	R\$ 8.000.207.210,56
(5) Subtotal de receitas (2 + 4)	R\$ 41.245.101.065,97
<b>Despesas</b>	<b>Valores</b>
(6) Transações na modalidade crédito	5.280.160.870
(7) Custo de R\$ 0,13 por transação na modalidade crédito (6 x R\$ 0,13)	R\$ 686.420.913,10
(8) Transações na modalidade débito	6.125.364.600
(9) Custo de R\$ 0,13 por transação na modalidade débito (8 x R\$ 0,13)	R\$ 796.297.398,00
(10) Subtotal de despesas (7 + 9)	R\$ 1.482.718.311,10
<b>Resultado total (5 – 10)</b>	<b>R\$ 39.762.382.754,87</b>

Fonte: Abecs (2015)

Dados da Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs) verificam que em 2015 foram realizadas 5.280.160.870 transações na modalidade crédito num valor transacionado de R\$ 664.897.877.108,20; e 6.125.364.600 transações na modalidade débito num valor transacionado de R\$ 400.010.360.528,00. Aplicando as taxas por transação como receitas dos

intermediários financeiros para a operação do sistema de pagamentos por cartões e os custos conforme supra, pode-se verificar o montante direcionado da economia produtiva para a intermediação financeira.

Considerando que se trataram de mais de 11 bilhões de transações nos cartões de crédito e de débito em 2015 no Brasil, o volume de recursos apropriados sobre o montante total de mais de R\$ 1,065 trilhões transacionado foi de quase R\$ 40 bilhões, num verdadeiro pedágio que canaliza recursos da economia real para o sistema de intermediação financeira. E isso se trata apenas das taxas cobradas dos lojistas pelas transações, sem contar os aluguéis dos terminais nem as taxas de juros sobre o crédito rotativo muito frequentemente utilizados pelos consumidores.

O crédito rotativo do cartão de crédito é utilizado quando o consumidor não paga o valor total da fatura ou parcela o seu pagamento, e acaba por financiar a dívida do cartão de crédito com outro tipo de crédito ainda mais caro. Novamente a amplitude entre as instituições é grande:

**Tabela 7 — Taxas de juros para pessoa física no cartão de crédito rotativo e parcelado entre as cinco maiores instituições financeiras — jan. 2017 — Brasil**

	Taxa de juros a.a.	
	Rotativo	Parcelado
Banco Santander Brasil S.A.	578,55%	175,31%
Caixa Econômica Federal	574,57%	145,78%
Banco Bradesco S.A.	559,59%	121,87%
Banco do Brasil S.A.	464,43%	88,57%
Banco Itaucard S.A.	452,66%	170,80%
Taxa média	525,96%	140,47%

Fonte: Bacen (2017)

Pelo observado na tabela 7, a utilização do crédito rotativo para financiar a dívida do cartão de crédito implicava no pagamento de mais de seis vezes o valor do produto adquirido a princípio depois de um ano, enquanto que o parcelamento dessa dívida implicava o pagamento de mais que o dobro.

Considerando as variadas formas de crédito e taxas de juros nas não tão diversas instituições financeiras, as famílias têm comprometido quase a metade dos

seus orçamentos e praticamente não há mais como ampliar o consumo com esse nível de endividamento.

**Tabela 8 — Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses — nov. 2015 a out. 2016 —**

**Brasil**

<b>Período</b>	<b>Nível de endividamento</b>
Novembro de 2015	45,36%
Dezembro de 2015	44,55%
Janeiro de 2016	44,57%
Fevereiro de 2016	44,24%
Março de 2016	44,14%
Abril de 2016	43,86%
Maio de 2016	43,70%
Junho de 2016	43,52%
Julho de 2016	43,29%
Agosto de 2016	43,06%
Setembro de 2016	42,77%
Outubro de 2016	42,51%
Nível médio	43,80%

Fonte: Banco Central do Brasil (2016)

Há ainda o aspecto social desses fatos, os indivíduos mais abastados tendem a comprar mais à vista, pelo que recaem sobre as famílias mais pobres e recém incluídas no mercado a incidência dos juros elevados praticados no Brasil, enrijecendo a capacidade de consumo dessa proporção da população que representa a maioria das famílias e justamente aquelas que possuem um efeito multiplicador maior sobre a economia. Prejudica-se diretamente as famílias e indiretamente as empresas produtivas, desencarregando a economia dos efeitos benéficos da dinamização econômica advindas com a ampliação das políticas redistributivas.

É importante lembrar que quando se trata de um oligopólio, não existe nenhuma racionalidade técnica (do tipo equilíbrio entre oferta e demanda de crédito, ou entre custo de captação e custo ao tomador final), e predomina simplesmente a busca do lucro máximo dentro dos limites do politicamente

tolerável. E como uma grande massa de novos consumidores não consegue ter pontos de referência do que é tolerável — ainda mais quando se apresenta juros ao mês —, a usura atinge níveis absurdos (DOWBOR, 2016).

A alegação de oligopólio se confirma pelos números do Banco Central, cujos “Dados Selecionados das Entidades Supervisionadas” de setembro de 2016 se apresentam na tabela abaixo:

**Tabela 9 — Ativos dos bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial ou caixa econômica (mil) — set. 2016 — Brasil**

<b>Instituição</b>	<b>Ativo total</b>	<b>Ativo relativo</b>
Banco do Brasil S.A.	R\$ 1.483.093.012	17,66%
Itaú Unibanco S.A.	R\$ 1.319.086.107	15,70%
Caixa Econômica Federal	R\$ 1.231.805.987	14,66%
Banco Bradesco S.A.	R\$ 1.062.155.465	12,65%
Banco Santander Brasil S.A.	R\$ 664.671.016	7,91%
<b>Subtotal</b>	<b>R\$ 5.760.811.587</b>	<b>68,58%</b>
<b>Total de ativos b1<sup>†</sup> – Bancário I<sup>††</sup></b>	<b>R\$ 7.036.471.658</b>	<b>83,77%</b>
<b>Total de ativos do SFN</b>	<b>R\$ 8.399.775.168</b>	<b>100%</b>

<sup>†</sup>Tipo de instituição ou conglomerado b1: banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou caixa econômica. <sup>††</sup>Segmento Conglomerado Bancário I: conglomerado composto por pelo menos uma instituição do tipo banco comercial ou banco múltiplo com carteira comercial.

**Fonte:** Banco Central do Brasil (2016)

Os dados compilados apontavam haver no Brasil R\$ 7,036 trilhões em ativos nos bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial ou caixa econômica, que representavam 83,77% dos quase R\$ 8,4 trilhões de ativos do sistema financeiro do país. Desse montante, aproximadamente R\$ 5,761 trilhões estavam concentrados (percentual de concentração entre parêntesis) apenas no Banco do Brasil (17,66%), Itaú Unibanco (15,70%), Caixa Econômica Federal (14,66%), Bradesco (12,65%) e Santander (7,91%). O oligopólio formado por esses cinco bancos detém, somados, 68,58% de todos os ativos do SFN e 81,87% de todos os ativos das carteiras comerciais ou caixa econômica do país. Tamanho poder de mercado explica o porquê a liberdade de definição das taxas de juros por eles se estabelece em níveis tão elevados.

## 2.1.2 Às empresas

As taxas de juros cobradas às empresas não se afastam muito das verificadas aos consumidores. Das diversas modalidades de crédito disponível às empresas, a Anefac também compila a média entre as instituições brasileiras e as reporta na mesma Pesquisa de Juros que publica mensalmente as taxas recaídas sobre os consumidores. Compilam-se os valores referentes a dezembro de 2016:

**Tabela 10 — Taxa de juros média para pessoa jurídica por linha de crédito — dez. 2016 — Brasil**

Linha de crédito	Novembro/2016		Dezembro/2016		Variação	
	Taxa a.m.	Taxa a.a.	Taxa a.m.	Taxa a.a.		
Capital de giro	2,67%	37,19%	2,62%	36,39%	-1,87%	-0,05 p.p.
Desconto de duplicatas	3,29%	47,47%	3,19%	45,76%	-3,04%	-0,10 p.p.
Conta garantida	8,50%	166,17%	8,42%	163,82%	-0,94%	-0,08 p.p.
Taxa média	4,82%	75,93%	4,74%	74,32%	-1,66%	-0,08 p.p.

Fonte: Anefac (2016)

A taxa média cobrada das empresas em dezembro de 2016 foi de 74,32% a.a., que se decompunha em 36,39% a.a. para capital de giro, 45,76% a.a. para desconto de duplicatas e 163,82% a.a. para conta garantida. Com essas taxas de juros elevadas, o investimento privado é diretamente e negativamente impactado.

A atividade bancária tradicional tem como finalidade o financiamento da iniciativa dos empreendedores, cujo resultado bem-sucedido resultaria no lucro do empresário e permitiria a restituição do empréstimo e a punção dos juros do banco prestamista. Entretanto, essa atividade tradicional de agregação de poupanças e concessão de empréstimos passou a ser vista como “tediosa” (“*boring banking*”<sup>8</sup>).

Dessa forma, o crescimento do produto da economia se vê prejudicado tanto pelo represamento da demanda, pela combinação do peso dos juros aos

<sup>8</sup> Paul Krugman (2009) cunhou o termo *boring banking* para definir o conservadorismo usual dos banqueiros para a concessão de empréstimos em contraposição às práticas bancárias agressivas.

consumidores e do elevado nível de endividamento das famílias, quanto pelo financiamento da produção das empresas. Duas das variáveis do agregado econômico encontram-se reprimidas pelo elevado nível das taxas de juros no Brasil.

O lucro mais elevado dos intermediários financeiros não significa que a economia vai bem, e sim que intermediários não-produtivos estão se apropriando de uma parte maior do produto (DOWBOR, 2016).

Tal fato se confirma pela análise da economia brasileira. Em 2015 a economia brasileira registrou um ano de recessão — que já vinha precedido pela estagnação econômica registrada em 2014 — com o resultado do PIB de -3,8% (BRASIL, 2016). Não obstante a contração do produto, os intermediários financeiros registraram lucros elevados naquele ano, conforme o resultado do exercício financeiro de 2015 na tabela 11.

**Tabela 11 — Lucro líquido das cinco maiores instituições financeiras — 2015  
— Brasil**

	2015	2015 – 2014	Variação no ano
Itaú Unibanco S.A.	R\$ 26,156 bi	R\$ 4,295 bi	+19,6%
Banco Bradesco S.A.	R\$ 17,873 bi	R\$ 2,514 bi	+16,4%
Banco do Brasil S.A.	R\$ 14,400 bi	R\$ 3,154 bi	+28,0%
Caixa Econômica Federal	R\$ 8,193 bi	R\$ 1,714 bi	+26,5%
Banco Santander Brasil S.A.	R\$ 6,624 bi	R\$ 774 mi	+13,2%

**Fonte:** Itaú (2015); Bradesco (2015); Banco do Brasil (2015); Caixa Econômica Federal (2015); Santander (2015).

Os juros elevados para as empresas prejudicam principalmente as firmas locais, em especial as micro e pequenas empresas, que representam a grande maioria das empregadoras e da atividade econômica, ao onerarem seus resultados em proporção maior que os das empresas transnacionais, que têm a possibilidade de se financiar no exterior a taxas de juros 4 a 5 vezes menores que as nacionais.

No Brasil, há o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que é empresa pública e não banco comercial, que tem a missão de “promover o desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais” (BNDES, 2016), apoiando projetos por meio de financiamento a investimentos de grandes

empresas, tendo a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) como custo básico do financiamento concedido por ele.

Atualmente, a TJLP é de 7,5% a.a. (BNDES, 2016), bem abaixo da taxa média do mercado cobrada pelos bancos às pessoas jurídicas. Contudo, o problema do BNDES reside na baixa disponibilidade de recursos para concessão. Os dados do Banco Central (2016) mostram que o banco possuía R\$ 1,203 milhão em disponibilidades em setembro de 2016, em contraste com os R\$ 19,882 bilhões do Itaú Unibanco no mesmo período. Com isso, o pequeno e médio empresário acaba tendo disponível, via de regra, apenas o crédito dos bancos comerciais privados.

### **2.1.3 Ao setor público**

Apesar das elevadas taxas de juros praticadas no Brasil terem efeito direto sobre os consumidores e sobre as empresas, é a taxa de juros a qual incide sobre os títulos da dívida pública brasileira a principal ligação do Sistema Financeiro Nacional (SFN) com a finança mundial.

Para entender a dívida pública que remunera tais juros, é preciso ter em mente alguns conceitos dos balanços do governo. No Brasil, o resultado fiscal do setor público é habitualmente calculado em resultado primário e resultado nominal, sendo o primeiro mais disseminado entre o público amplo pela mídia de massa.

O conceito primário refere-se às receitas e despesas não-financeiras tendo os impostos e tributos como as principais receitas não-financeiras e o pagamento de salários, manutenção de prédios públicos, investimentos em infraestrutura e gastos de custeio como as principais despesas não-financeiras.

Já o conceito nominal inclui as receitas e despesas financeiras no cálculo do resultado. O pagamento de juros e amortização de dívidas, a concessão de empréstimos e financiamentos e a aquisição de títulos de crédito são as principais despesas financeiras; os juros recebidos de empréstimos e financiamentos e a receita da alienação de bens patrimoniais são as principais receitas financeiras.

O resultado nominal é definido pela Secretaria do Tesouro Nacional como o balanço entre as receitas totais (financeiras e não-financeiras) e as despesas totais (financeiras e não-financeiras) e corresponde à Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP). O resultado nominal corresponde à variação nominal da Dívida Fiscal Líquida, excluídos os ajustes patrimoniais e de privatização. Nesse

caso, a conta é simplesmente subtrair a despesa total da receita total do governo e, caso haja um superávit nominal, o governo estará economizando além do montante necessário para pagar os juros da dívida.

Por sua vez, o resultado primário corresponde às receitas primárias (não-financeiras) deduzidas as despesas primárias (não-financeiras). Alegadamente, a inclusão dos juros no cálculo do resultado fiscal dificulta a mensuração do efeito da política fiscal implementada pelo governo. Assim, o resultado primário avalia a consistência entre as metas de política macroeconômicas e a sustentabilidade da dívida, i.e. a capacidade do governo de honrar seus compromissos.

**Figura 2 — Processo dos resultados fiscais**



**Fonte:** elaborado pelo autor

Dito isso, fica claro notar que a principal diferença entre esses dois conceitos é a inclusão dos juros da dívida líquida no cálculo do resultado nominal e a exclusão deles no cálculo do resultado primário, pelo que o resultado primário é genericamente referido como sendo justamente a economia para pagar os juros da dívida. Isso significa que a taxa de juros elevada praticada pelo Brasil influencia diretamente o resultado nominal.

Os juros incidentes sobre a dívida do setor público são determinados pelo nível da taxa de juros nominal interna e externa e pela dimensão de déficits anteriores. Taxas de juros mais elevadas estão proporcionalmente relacionadas a despesas com juros da dívida também mais elevadas. Dessa forma, maior deveria ser a economia do setor público para pagá-los. Ocorre que essa economia para pagar o serviço da dívida, isto é, o resultado primário, muito raramente é suficiente para cobrir as despesas com juros, que se acumulam ao principal e avolumam a dívida.

Há uma evidente circularidade na matéria em foco. Quanto maior for a taxa de juros praticada, maior será o superávit primário requerido. Como, porém, esse superávit pode ser, política e economicamente, de difícil obtenção, já que requer aumento da carga tributária e corte de gastos públicos, muitas vezes não se realiza integralmente. Em consequência, o nível de endividamento do setor público, como proporção do PIB, continua aumentando.

De posse dos dados do Banco Central, Dowbor (2016) analisa que entre os anos 2002 e 2013, a média do resultado fiscal primário do setor público no Brasil foi de 3% do PIB. Para esse mesmo período, entretanto, a média da despesa com juros foi de 6,23% do PIB, resultando num déficit nominal médio de 3,23% do PIB.

A correspondência entre o nível das taxas de juros com a despesa com juros também fica clara ao se analisarem os números das contas do Bacen. Em 2003, quando a taxa Selic foi em média 23,5% a.a., a despesa com juros para aquele mesmo ano foi de 8,5% do PIB. Para um resultado primário positivo em 3,3% do PIB, o resultado nominal foi negativo em 5,2% do PIB. No decorrer da década seguinte, a taxa Selic foi progressivamente reduzida, alcançando a taxa média de 8,6% a.a. em 2013, ano em que a despesa com juros alcançou 4,9% do PIB. Mesmo naquele ano, com a taxa Selic menor, dado o resultado primário superavitário em 1,9% do PIB, o resultado nominal foi deficitário em 2,5% do PIB.

Portanto, as taxas de juros elevadas praticadas no Brasil influenciam a expansão da dívida pública ao manter as despesas com juros acima das economias feitas pelo setor público para pagá-las, culminando com resultados nominais negativos que se acumulam ao principal da dívida, avolumando o montante sobre o qual incidem novamente as altas taxas de juros, fechando um ciclo vicioso.

## 2.2 Os princípios gerais da atividade econômica e o Sistema Financeiro Nacional na Constituição Federal de 1988

Ao sistema financeiro é permitido a cobrança desses juros extorsivos porque a eles não se impõe limite legal, fato que serve de trunfo para as instituições financeiras argumentarem as elevadas taxas de juros estabelecidas unilateralmente. A própria associação dos executivos de finanças discorre que a eles não é conferido qualquer controle nesse sentido, e deixa claro:

Destacamos que as taxas de juros são livres e as mesmas são estipuladas pela própria instituição financeira não existindo assim qualquer controle de preços ou tetos pelos valores cobrados. A única obrigatoriedade que a instituição financeira tem é informar ao cliente quais as taxas que lhe serão cobradas caso recorra a qualquer tipo de crédito (ANEFAC, 2016).

O crime de usura, contudo, chegara a ser estatuído na Constituição Federal, porém, nunca foi regulamentado e sucumbiu com a desconstitucionalização ao ser revogado da Carta Magna pela Emenda Constitucional nº 40/2003. Apesar disso, a abordagem ampla da atual Constituição brasileira inclui outros princípios norteadores do SFN.

A legislação do Estado sobre a economia emerge com a superação do Estado liberal e, no Brasil, a ordem econômica e financeira está estabelecida no título VII da Constituição Federal de 1988, da qual seus princípios se reproduz:

Art. 170 – A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

- I – Soberania nacional;
- II – Propriedade privada;
- III – Função social da propriedade;
- IV – Livre concorrência;
- V – Defesa do consumidor;
- VI – Defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19.12.2003)
- VII – Redução das desigualdades regionais e sociais;
- VIII – Busca do pleno emprego;
- IX – Tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995)

Parágrafo único – É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei (BRASIL, 1988).

Dos termos supra se extrai que a Constituição Federal privilegia o modelo capitalista de sistema econômico. Entretanto, assegura a todos a existência digna e o cumprimento da justiça social, se distanciando do Estado ausente do liberalismo.

Dos referidos princípios, destacam-se, para efeitos da análise da presente dissertação, os incisos II—V.

Ao estatuir a propriedade privada como um dos princípios da ordem econômica, a Constituição assegura a propriedade privada dos meios de produção. Porém, essa propriedade deverá atender o direito fundamental da função social, conforme previsto no art. 5º, XXIII do próprio texto constitucional.

Art. 5º – Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

(...)

XXIII – A propriedade atenderá a sua função social (BRASIL, 1988).

A livre concorrência também surge como princípio da ordem econômica, sem prejuízo da justiça social e da dignidade humana, devendo o abuso do poder econômico, a dominação dos mercados, a eliminação da concorrência e o aumento arbitrário dos lucros serem refutados pelo Estado, conforme o ordenamento jurídico do art. 173, § 4º.

Art. 173 – Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei.

(...)

§ 4º – Lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros (BRASIL, 1988).

O quarto princípio analisado é a defesa do consumidor, também garantida como direito fundamental no art. 5º, XXXII, que é feito cumprir, dentre outras formas, pela lei nº 8.078/90, o Código de Defesa do Consumidor (CDC). Lenza (2014) destaca o entendimento do Supremo Tribunal Federal (STF) da aplicação do CDC nas relações de consumo entre as instituições financeiras e os seus clientes.

(...) as instituições financeiras estão, todas elas, alcançadas pela incidência das normas veiculadas pelo Código de Defesa do Consumidor. “Consumidor”, para os efeitos do Código de Defesa do Consumidor, é toda pessoa física ou jurídica que utiliza, como destinatário final, atividade bancária, financeira e de crédito. Ação julgada improcedente (ADI 2.591-ED, Rel. Min. Eros Grau, j. 14.12.2006, DJ de 13.04.2007 – cf. item 14.10.19 *apud* LENZA, 2014).

A respeito precisamente do SFN, a Constituição nacional dispõe no art. 192, com redação alterada pela Emenda Constitucional nº 40/2003, que todas as instituições financeiras creditícias, de seguro, previdência privada e capitalização estarão sob estrito controle do poder público:

Art. 192 – O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram (BRASIL, 1988) (grifou-se).

Vale-se notar que a Proposta de Emenda Constitucional (PEC) nº 53/1999, apresentada pelo Senador José Serra, e a posterior transformação na referida emenda constitucional revogou regras importantes que constavam do art. 192, verdadeiramente desconstitucionalizando tais normas, em especial o § 3º, que impunha o limite de 12% às taxas de juros reais à concessão de crédito, conforme se confere no texto original.

Art. 192 – O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, será regulado em lei complementar, que disporá, inclusive, sobre:

I – A autorização para o funcionamento das instituições financeiras, assegurado às instituições bancárias oficiais e privadas acesso a todos os instrumentos do mercado financeiro bancário, sendo vedada a essas instituições a participação em atividades não previstas na autorização de que trata este inciso;

II – Autorização e funcionamento dos estabelecimentos de seguro, previdência e capitalização, bem como do órgão oficial fiscalizador e do órgão oficial ressegurador;

III – Autorização e funcionamento dos estabelecimentos de seguro, resseguro, previdência e capitalização, bem como do órgão oficial fiscalizador. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 13, de 1996)

III – As condições para a participação do capital estrangeiro nas instituições a que se referem os incisos anteriores, tendo em vista, especialmente:

a) os interesses nacionais;

b) os acordos internacionais

IV – A organização, o funcionamento e as atribuições do banco central e demais instituições financeiras públicas e privadas;

V – Os requisitos para a designação de membros da diretoria do banco central e demais instituições financeiras, bem como seus impedimentos após o exercício do cargo;

VI – A criação de fundo ou seguro, com o objetivo de proteger a economia popular, garantindo créditos, aplicações e depósitos até determinado valor, vedada a participação de recursos da União;

VII – Os critérios restritivos da transferência de poupança de regiões com renda inferior à média nacional para outras de maior desenvolvimento;

VIII – O funcionamento das cooperativas de crédito e os requisitos para que possam ter condições de operacionalidade e estruturação próprias das instituições financeiras.

§ 1º – A autorização a que se referem os incisos I e II será inegociável e intransferível, permitida a transmissão do controle da pessoa jurídica titular, e concedida sem ônus, na forma da lei do sistema financeiro nacional, a pessoa jurídica cujos diretores tenham capacidade técnica e reputação ilibada, e que comprove capacidade econômica compatível com o empreendimento.

§ 2º – Os recursos financeiros relativos a programas e projetos de caráter regional, de responsabilidade da União, serão depositados em suas instituições regionais de crédito e por elas aplicados.

§ 3º – As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não

poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar. (BRASIL, 1988).

Apesar de ter sido revogado somente em 2003, portanto vigorara por 15 anos, o § 3º do art. 192 “tinha sua aplicabilidade condicionada à edição de lei complementar” (BRASIL), nunca editada. Dos autos do processo dessa PEC (BRASIL, 1999), extrai-se que essa era, na verdade, a justificativa declarada pelo plenário do Senado para revogar sumariamente todos os incisos e parágrafos e dar nova redação ao *caput* do referido artigo, pela qual permitiria ao Congresso Nacional superar as dificuldades da regulamentação do SFN por meio do fracionamento em várias leis complementares para suas diversas orientações, ao invés de apenas uma lei complementar abrangendo esse amplo setor, como previa anteriormente, dadas as resistências políticas, a abrangência e a complexidade da matéria. Levou-se em consideração, também, as pressões do Fundo Monetário Internacional (FMI) pela regulamentação do SFN, conforme pode-se observar no item 9 da Carta de Intenção referente à segunda revisão do acordo remetida pelos então Ministro da Fazenda, Antônio Palocci, e Presidente do Bacen, Henrique Meirelles, ao Diretor-Gerente do FMI, Horst Köhler:

Pretendemos seguir uma agenda adicional de mudanças estruturais em outras áreas. Primeiro, o governo vai procurar garantir uma aprovação rápida pelo Congresso da PEC que facilitará a regulação do setor financeiro — um passo necessário para a passagem da desejada lei que formalizará a autonomia operacional e a responsabilização do Banco Central (PALOCCI FILHO; MEIRELLES, 2003).

Ao encaminhar a PEC para a apreciação pela Câmara dos Deputados, o relator da proposta na Comissão de Constituição e Justiça naquela casa, o Deputado Mendes Ribeiro Filho, apontou em seu relatório do voto pela admissibilidade da proposta a manifestação do STF, na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4/DF, que a regulamentação se faça por uma única lei complementar.

6. Tendo a Constituição Federal, no único artigo que trata o Sistema Financeiro Nacional (art. 192), estabelecido que este será regulado por lei complementar, com observância do que determinou no “*caput*”, nos seus incisos e parágrafos, não é de se admitir a eficácia imediata e isolada do disposto em seu parágrafo 3º, sobre taxa de juros reais (12% ao ano), até porque estes não foram conceituados. Só o tratamento global do Sistema Financeiro Nacional, na futura lei complementar, com a observância de todas as normas do “*caput*”, dos incisos e dos parágrafos do art. 192, é que permitirá a incidência da referida norma sobre os juros reais e desde que estes também sejam conceituados em tal diploma (BRASIL, 1991).

No relatório da Comissão Especial Destinada a Proferir Parecer à PEC 53/1999, o relator, o Deputado Rubem Medina, reportou que a justificativa do Senador José Serra — que fora relator da Comissão do Sistema Tributário, Orçamento e Finanças na Assembleia Nacional Constituinte — mencionou, com relação ao art. 192, que o anteprojeto dispunha basicamente que lei ordinária regularia as cartas patentes. Contudo, e face do ambiente político à época, não foi possível deixar de tratar de outros temas relativos ao sistema financeiro, aumentando a abrangência do anteprojeto, resultando “num modelo que, em determinados casos, impede o regular exercício da atividade governamental e o desenvolvimento do país” (BRASIL, 1999).

A mesma Comissão Especial promoveu audiências públicas nas quais foram ouvidos os representantes dos diversos setores do SFN, entre eles os senhores presidente do Bacen, Armínio Fraga, a presidente da CNB, Fernanda Carísio, o presidente da Confabras, Marconi Lopes de Albuquerque, o presidente do Bannisul, Túlio Zanin, o superintendente da Susep, Hélio Oliveira Portocarrero de Castro, o presidente da IRB-Brasil Resseguros, Demóstenes Madureira de Pinho, o presidente da CVM, José Luiz Osório de Almeida Filho, a diretora da CVM, Norma Jonsen Parente, o presidente da CNF, Antônio Bornia, o presidente da Febraban, Gabriel Jorge Ferreira, e o presidente da Fenaseg, João Elísio Ferraz Campos.

Os depoentes, de um modo geral, manifestaram-se, alguns com grande entusiasmo, pela aprovação da PEC, enfatizando a importância e a conveniência de se viabilizar, com a maior brevidade, a regulamentação do sistema financeiro nacional. Foram vozes discordantes apenas a Sra. Fernanda Carísio, que denunciou a possibilidade de a tramitação da PEC ser meramente uma manobra para retirar da Constituição o limite de juros e propiciar ao Governo uma regulamentação fatiada, para atender a seu interesse político imediato, e o Sr. Túlio Zanin, em termos, porquanto manifestou-se somente em favor de uma regulamentação global do sistema financeiro, contrariamente à proposta da PEC, que possibilita que ela se faça em diversas leis complementares (BRASIL, 1999).

O exame do deputado relator argumentou que a permanência de uma legislação desatualizada regulamentando o mercado, remetente à década de 1960, era prejudicial à política de administração financeira, tendo em vista a intensa inovação no setor, principalmente devido à introdução maciça das tecnologias de informação e comunicação e à globalização financeira. Também trouxe como reforço ao seu voto a regulamentação fracionada que já viera ocorrendo na prática para superar os entraves inadiáveis, por meio de atos normativos que não aquele previsto na Constituição (lei complementar única), e.g., resoluções, medidas provisórias e leis

ordinárias, reduzindo a participação do Poder Legislativo na condução dos processos.

Citou a decisão do STF no Mandado de Injunção nº 430/DF que comunicara o Congresso Nacional a mora em que este se encontrava a fim de serem adotadas as providências necessárias ao suprimento da omissão. De fato, além do citado mandado de injunção, ao mínimo outros 11 mandados nesse sentido foram julgados pela suprema corte brasileira até a desconstitucionalização do referido parágrafo.

Embora o resultado da votação da comissão especial fosse favorável à PEC, a votação não fora unânime, pelo contrário, fora bastante rebatida pelos convidados e pelos membros da sua composição. Em voto em separado, o Deputado Pedro Eugênio apontou as razões contra a aprovação dessa emenda à constituição.

É consensual que um SFN desenvolvido é essencial para reduzir a taxa de juros, financiar as exportações, incentivar o investimento em capacidade produtiva e reduzir a dependência do capital externo. Mas tal nível de desenvolvimento não ocorrerá sem que se leve em conta o sistema financeiro como um todo, aplicando-lhe princípios norteadores que garantam tanto a inserção soberana no País no processo de globalização financeira quanto a subordinação do desenvolvimento financeiro ao desenvolvimento econômico social do país (BRASIL, 1999).

Dentre as preocupações levantadas pelo parlamentar estão o rápido desenvolvimento do mercado de derivativos e da engenharia financeira, que expunham (e, como visto, ainda expõem) as instituições a maior alavancagem e um risco ampliado de fraudes, dada a opacidade desses mercados. Há também o risco cambial, uma vez que o mercado financeiro nacional é pouco líquido, fato que estimula as firmas a buscarem liquidez internacionalmente. Perante estas percepções, afirmou, os mercados de ações, moedas e derivativos e o sistema bancário deveriam ser regulados em conjunto, com regras coerentes entre si.

A declaração de voto do Partido Comunista do Brasil também destacou que a eliminação do limite máximo para a taxa de juros reais seria uma grande perda política para os setores sociais que defendem a prioridade dos interesses ao desenvolvimento nacional acima dos interesses “puramente financistas”. Paradoxalmente, apesar dos apontamentos críticos à PEC nº 53/1999, o partido votou favoravelmente à proposta.

O resultado prático é uma deformação sistêmica do conjunto da economia, que trava a demanda do lado do consumo, fragiliza o investimento e reduz a capacidade do governo de financiar infraestruturas e políticas sociais. Se acrescentarmos a deformação do nosso sistema tributário, baseado essencialmente em impostos indiretos (embutidos nos preços), com frágil incidência sobre a renda e o patrimônio, teremos aqui o quadro completo de uma economia prejudicada nos seus alicerces, que avança sem dúvida,

mas carregando um peso morto cada vez menos sustentável. Precisamos de um sistema de regulação que torne a intermediação financeira funcional para a economia (DOWBOR, 2016).

Desse modo, dado o vazio regulatório acerca do principal problema do sistema financeiro brasileiro, e que reflete a inserção brasileira na lógica da finança mundial, retorna-se para a análise internacional, especificamente o arcabouço regulatório norte-americano.

### **2.3 Dodd-Frank Act**

Através das disposições contidas na *Dodd-Frank Act* (EUA, 2010), que abarcam uma variedade ampla de medidas, desde empréstimos hipotecários até a liquidação de derivativos, pode-se concluir que o Congresso americano encontrou falhas no sistema financeiro dos EUA que podem ser alocadas em três categorias:

1. A regulação e a supervisão prudencial eram inadequadas;
2. Os contribuintes estavam capturados pelos grandes bancos e à mercê das suas falências; e
3. Os consumidores estavam vulneráveis a práticas desonestas.

A crise financeira revelou como a regulação e supervisão prudencial por parte das agências reguladoras eram insuficientes para acompanhar as inovações do mercado financeiro e os comportamentos negligentes das instituições. Como evidência pode-se citar a erosão dos padrões dos empréstimos hipotecários; a securitização opaca e descontrolada; a desregulamentação; e a afiliação dos bancos comerciais às aplicações financeiras dos mercados de capitais.

Em resposta a esses problemas, a *Dodd-Frank Act* impôs padrões prudenciais mais rigorosos, incluindo exigências mais rígidas de capital; de alavancagem; de gerenciamento de risco; para as fusões e aquisições; e testes de *stress* sobre bancos e outras firmas financeiras cujas falências poderiam ameaçar a estabilidade do sistema financeiro dos EUA. A lei deu ao *Federal Reserve* maior autoridade para fiscalizar as atividades de instituições não-bancárias; requereu mais transparência na negociação e liquidação de derivativos; e, através da “regra Volcker”, proibiu aos bancos comerciais negociarem derivativos com seu capital próprio. A lei requereu também que bancos e outros emprestadores, sempre que securitizassem algum ativo, mantivessem uma parcela do risco de crédito. E, para assegurar a supervisão sobre os grandes bancos, estabeleceu o *Financial Stability*

*Oversight Council*, cujos membros incluem os dirigentes de todas as agências reguladoras do sistema financeiro. Esse conselho deu aos reguladores um fórum para comparar dados, examinar o sistema financeiro em busca de sinais de problemas e identificar as firmas que poderiam ameaçar a estabilidade financeira dos EUA.

Quando esses bancos se tornam grandes, complexos e interconectados demais com outras firmas, emerge o risco moral do mercado assumir que o governo resgataria uma instituição dessas com problemas, caso declarasse falência, por temer que se crie um efeito dominó sobre todo o sistema. Foi o que ocorreu quando o governo norte-americano facilitou a venda de instituições como o *Bear Stearns*, garantindo seus ativos tóxicos para que fossem vendidas no âmbito do *Troubled Asset Relief Program* (TARP<sup>9</sup>). Ao fazer isso, estava, de fato, transferindo dinheiro público para resgatar empresas privadas. Esses esforços auxiliaram na prevenção de colapsos corporativos iminentes e desordenados em sequência, mas acabaram por absorver, também, as perdas que esses bancos e os seus credores, caso contrário, absorveriam.

Para manter a estabilidade financeira dos EUA quando uma dessas instituições declarasse falência, sem ter de resgatá-las com dinheiro público, a *Dodd-Frank Act* criou novos poderes e aperfeiçoou antigos. O mais importante desses novos poderes foi a criação da *Orderly Liquidation Authority*, que permitiu ao governo intervir em instituições financeiras não-bancárias que estariam na iminência do colapso, colocá-las sob a custódia governamental e dissolvê-las de uma forma que isole a economia dos efeitos negativos da sua falência. A lei ainda dispõe que “*taxpayers shall bear no losses*” (EUA, 2010) durante todo esse processo. Para tanto, encarrega as grandes instituições financeiras de arcarem com os custos dessas liquidações ordenadas.

A lei permitiu ao Fed fazer empréstimos emergenciais, porém, somente por meio de programas que estejam disponíveis a todas instituições, e não somente a apenas uma. A *Dodd-Frank Act* também requereu que grandes bancos e outras instituições financeiras submetessem documentos que explanassem às agências reguladoras como essas firmas lidariam com suas próprias falências na falta de apoio extraordinário do governo.

---

<sup>9</sup> O TARP autorizou a compra de ativos “problemáticos” das instituições financeiras pelo Tesouro dos EUA até o limite de US\$ 700 bilhões (EUA, 2008).

Ela criou também uma nova agência reguladora dedicada à proteção do consumidor de serviços financeiros e proibiu muitas das práticas abusivas e fraudulentas que se proliferaram nos anos que precederam a crise. A nova agência, o *Bureau of Consumer Financial Protection*, tem autoridade sobre bancos e firmas financeiras médias e grandes, incluindo poderes de regular transações financeiras básicas — como depósitos e desconto de cheques — e de definir e compelir regras contra atos ou práticas abusivas.

A lei também requereu aos emprestadores que verificassem a capacidade dos tomadores honrarem os empréstimos e estabeleceu o conceito de *qualified mortgages*, que são empréstimos hipotecários que atendem determinados critérios e, como resultado são considerados satisfatórios para cumprir o requerimento de capacidade de pagamento, podendo a violação dessa exigência pelo agente financiador ser utilizada como defesa pelo mutuário contra uma possível execução da sua hipoteca.

A *Dodd-Frank Act* vai além da supervisão prudencial, da liquidação coordenada e da defesa do consumidor, mas essas três áreas são o seu núcleo principal. Cabe ao *Federal Reserve* e às outras agências reguladoras transformar as amplas direções estatuídas nessa lei em resoluções específicas que possam ser submetidas concretamente.

## **2.4 Glass-Steagal Act do século XXI**

A estrutura regulatória e financeira tradicional funcionou bem por muitos anos e ainda funciona para os bancos que operam nela, que são a maioria, excetuando-se daí os maiores bancos universais. Essa estrutura limita as atividades bancárias àquelas essenciais para a economia, porém inerentemente instáveis; provém uma rede de segurança para os bancos, que previne a instabilidade mas traz efeitos colaterais indesejáveis; e inclui uma rígida supervisão para controlar esses efeitos. A estrutura financeira atual, contudo, é diferente. O sistema financeiro se tornou oligopolizado por um pequeno grupo de organizações financeiras grandes e complexas, que afiliam atividades bancárias tradicionais a uma variedade de atividades de bancos de investimentos e seguros.

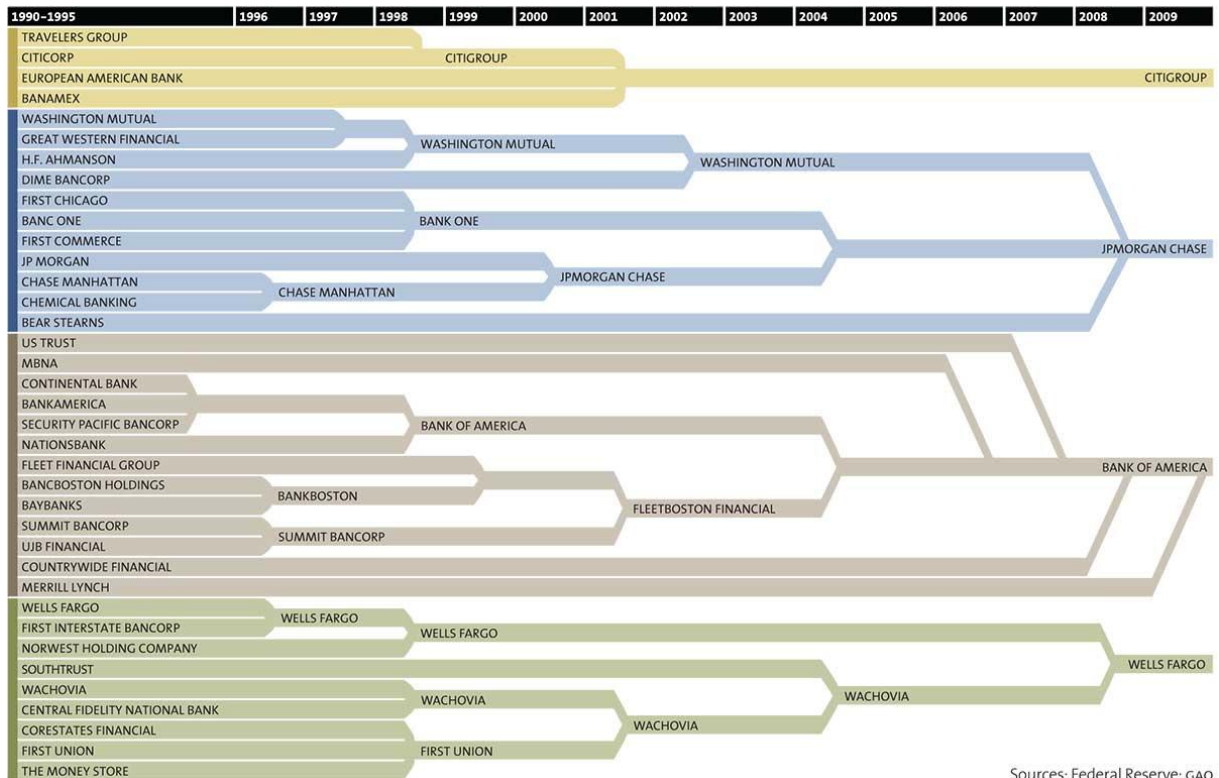
O problema dessas instituições financeiras universais é que a rede de segurança provida a elas abarca a companhia como um todo, e não apenas aquelas atividades que geram externalidades sociais positivas. Apesar da diversificação das atividades reduzir a exposição ao risco de crédito pelos bancos, a complexidade e as interconexões *intra* e *extra* firma inerentes a tal ameaçam a estabilidade do sistema financeiro e da economia como um todo. Assim, os elevados custos sociais da crise financeira e a contínua fraqueza na recuperação econômica pela década que a sucedeu excedem com folga os possíveis ganhos de eficiência, de escala e de escopo dos bancos individualmente.

Não apenas os resgates desses bancos são dispendiosos, mas também o é a liquidação rápida e ordenada, nos termos da *Dodd-Frank Act*, de uma complexa organização bancária em falência. O caso do *Lehman Brothers* em 2008 é um exemplo da dificuldade de liquidar uma companhia complexa. O número de transações e a complexidade das interconexões tornou difícil de determinar o valor da companhia rápido o suficiente para encontrar um comprador. Mais ainda, o *Lehman Brothers* era uma companhia relativamente simples comparada às maiores *holdings*, estas com milhares de subsidiárias, muitas das quais tão grandes e complexas quanto o *Lehman Brothers*, o que tornaria muito mais difícil encontrar compradores suficientes para transferir as operações críticas necessárias para uma liquidação ordenada.

Em síntese, o sistema financeiro se tornou menos estável nos últimos 40 anos conforme os bancos e outras instituições financeiras se expandiram para atividades mais complicadas. Ademais, depois da crise, a concentração do setor e a complexidade das atividades nos maiores bancos aumentou, os fazendo perceber uma garantia implícita do governo sobre suas obrigações e sobre seus capitais — *too-big-to-fail*.

De fato, a concentração bancária nos EUA se torna claramente evidente através do gráfico elaborado pela revista *Mother Jones* como parte da cobertura após um ano da crise financeira:

**Figura 3 — Maiores fusões e aquisições nos últimos 20 anos — EUA**



Fonte: Bauerlein; Jeffery (2010)

Thomas Hoenig e Charles Morris (2012) propõem que deveria ser permitido às organizações bancárias a condução apenas das atividades de banco comercial, banco de investimento e gestão de fortunas, sendo essas duas últimas atividades serviços sustentados basicamente por taxas, que não arriscam o capital da instituição. Por outro lado, negociação e formação de mercado, corretagem e *proprietary trading* criam riscos que são difíceis de monitorar e controlar e, portanto, não deveriam ser permitidas às organizações bancárias. Exposições ao risco *off-balance* também deveriam ser supervisionadas e reguladas como se fizessem parte do balanço da empresa, já que, em última instância, como ficou demonstrado na crise, elas arriscam o capital do banco.

*The recommended activity restrictions would make banks more transparent and would enable better risk management, market discipline, supervision, regulation and resolution, (...) improve risk management of banks by focusing their activities solely on the traditional banking business with exposure only to risks inherent in these activities. (...) Capital regulation would be simpler and more effective because there would be less need for complicated risk-based requirements if the balance sheet is largely limited to loans and investment-grade securities (HOENIG; MORRIS, 2012).*

Nessa mesma linha de pensamento, os senadores Elizabeth Warren, John McCain, Maria Cantwell e Angus King apresentaram, em julho de 2011, a “Glass-

*Steagal Act* do século XXI” (EUA, 2015) no Senado americano. O projeto de lei traria de volta as provisões da *Glass-Steagal Act*, o que impediria novamente os bancos se afiliarem a companhias de seguro, entidades de valores mobiliários e aos derivativos. Em 1999, a *Gramm-Leach-Bliley Act* removeu a provisão de separação entre bancos comerciais das atividades de aplicação financeira contida na *Glass-Steagal Act* original.

O termo “envolvidas principalmente” que abriu espaço para uma interpretação abrangente da *Glass-Steagal Act* original pelo Fed não aparece no texto da proposta de lei dos senadores. Ao invés disso, para o propósito daquela regulação, incluem na definição de entidades de valores mobiliários qualquer instituição envolvida em:

- (aa) *the issue, flotation, underwriting, public sale, or distribution of stocks, bonds, debentures, notes, or other securities;*
- (bb) *market making;*
- (cc) *activities of a broker or dealer, as those terms are defined in section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a));*
- (dd) *activities of a futures commission merchant;*
- (ee) *activities of an investment adviser or investment company, as those terms are defined in section 202(a) of the Investment Advisers Act of 1940 (15 U.S.C. 80b-2(a)) and section 3(a)(1) of the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-3(a)(1)), respectively; or*
- (ff) *hedge fund or private equity investments in the securities of either privately or publicly held companies;*

Com isto posto, requerer-se-ia a redução do tamanho e da escala dos bancos em divisões separadas de investimentos e comerciais, resultando no oposto do que ocorrera com a revogação da *Glass-Steagal Act*, que permitiu aos bancos se afiliarem um sobre os outros, se tornando megabancos. Uma legislação desse tipo permitiria a diversificação sobre atividades que geram taxas, que não exponham o capital próprio da instituição em risco e resultaria em bancos pequenos o suficiente para quebrarem sozinhos, sem consumir o dinheiro público e sem levar o sistema financeiro ao colapso.

## **2.5 Conclusão do capítulo**

O presente capítulo incumbiu-se em relatar que o Brasil se insere na lógica da finança mundial pela prática de elevadas taxas de juros sobre o setor produtivo da economia, discorrendo, também, acerca do arcabouço jurídico vigente. Em suas asserções, apresentou-se na primeira seção as diferentes taxas de juros cobradas dos consumidores, das empresas e do governo, todas muito elevadas, que canalizam a riqueza da sociedade para fora do ciclo de geração de valor. Na

segunda seção, reportou-se a exígua regulação sobre as taxas de juros no Brasil, que acabou por extinta com a desconstitucionalização dos termos que impunham um teto a elas. Dado o vazio regulatório sobre o problema brasileiro, a terceira seção introduziu como a questão da regulação financeira é tratada atualmente nos EUA, a partir da promulgação da *Dodd-Frank Act* que trouxe novas normas de regulação prudencial, inovou na liquidação ordenada de instituições em falência e garantiu a defesa do consumidor de serviços financeiros. A quarta seção incluiu o apontamento da proposta de lei em discussão no Congresso americano que traria de volta as provisões revogadas da *Glass-Steagal Act*.

Este capítulo contribuiu para alarmar sobre o vácuo normativo acerca do principal problema do SFN e apontou como os EUA têm agido para lidar com os problemas do seu próprio sistema financeiro. Dessa forma, se tratará no próximo e último capítulo as novas articulações para a regulação financeira.

### 3 Retomando a capacidade de regulação

Políticas de regulação como as vistas anteriormente, remediando os piores extremos, não mudarão a forma como o sistema atual está estruturado. A experiência dos últimos 40 anos nos alerta que as regras da finança devem ser reescritas para promover, de forma compartilhada, o crescimento e a prosperidade econômica, ao invés de continuar a canalizar a riqueza e a oportunidade àqueles mais ricos.

A crise financeira de 2008 e a grande recessão econômica que a seguiu demonstraram que a premissa de uma economia de mercado desregulamentada é débil.

*Only through concerted government action, in the form of an \$800 billion bailout, were the banks and the market sustained. Further, saving the financial system did not trickle down to ordinary mortgage holders or average workers, who lost over 4 million homes and whose real median income declined nearly 8 percent between 2007 and 2013 (STIGLITZ, 2015).*

De fato, analisando os EUA, a regulação do sistema financeiro permitiu àquele país evitar crises financeiras por meio século. Dentre os instrumentos de regulação criados estão a criação da *Federal Deposit Insurance Corporation*, que passou a assegurar a os depósitos bancários; a promulgação da *Glass-Steagal Act*, que proibiu a afiliação de bancos comerciais com os de investimento, de modo que esses bancos não poderiam utilizar do dinheiro depositado para especulação de alto risco; e a criação da *Securities and Exchange Commission*, para compelir a observância das leis acerca dos títulos mobiliários.

Entretanto, na década de 1980, norteados pelas teorias *supply side economics* desenvolvidas durante a década anterior, os legisladores aprofundaram a desregulamentação dos mercados. O massivo reexame das regras do setor financeiro teve como consequência maus resultados. Essa revisão foi proveniente de escolhas políticas deliberadas feita com a premissa de que se elevaria o crescimento, mas resultou, na verdade, em última instância, no aumento da instabilidade nas décadas subsequentes. Nas décadas de 1990 e 2000, o sistema financeiro desregulamentado incentivou o curto-prazismo entre as firmas e muito do crescimento observado na década de 1990 acabou sendo instável, construído sobre bolhas de ativos — primeiro a bolha tecnológica e, em seguida, a bolha imobiliária.

Num mundo cada vez mais globalizado e desenvolvido, as regras do comércio e das finanças são elementares. Todavia, nem sempre o estabelecimento de tais regras é transparente e democrático, com os fornecedores de produtos e serviços tendo mais voz do que os consumidores, trabalhadores e outros cidadãos que também são afetados. Como evidência, já discorrida na seção 2.2 sobre a inserção brasileira, na tramitação da PEC 53/1999 tiveram voz nas deliberações para a aprovação da Emenda Constitucional nº 40/2003 apenas os representantes do sistema financeiro, não havendo registros nos autos de qualquer oitiva dos consumidores.

Não raramente essas regras priorizam os lucros corporativos à revelia dos trabalhadores e do meio ambiente, e novamente a inserção brasileira fica clara. O fato é que a aprovação da proposta que desconstitucionalizou o teto das taxas de juros era unânime por parte dos convidados representantes do SFN, sendo discordante apenas a Presidente da CNB, Fernanda Carísio, que afirmou tratar a PEC de uma manobra para se retirar o limite das taxas de juros.

O sistema financeiro acentuou seu movimento em direção às atividades rentistas predatórias. Além de catalisar a crise financeira de 2008, essas atividades desaceleraram o crescimento, aumentaram o risco de crises futuras e transferiram renda das proporções mais baixas para as proporções mais altas da sociedade, aumentando a desigualdade.

A desregulamentação disseminada e a negligência regulatória, começando na década de 1960 e continuando até o início dos anos 2000, permitiu o crescimento imprudente e a conduta ilegal do setor financeiro. Conforme as regras do sistema financeiro mudaram durante a geração passada, o setor financeiro cresceu e passou a ter um papel mais dominante na economia.

Uma economia em crescimento requer um sistema financeiro em bom funcionamento para operar os sistemas de pagamento, garantir o fluxo de fundos dos poupadores para os investidores, incluindo pequenas e médias empresas, criar novas oportunidades para investimento, diversificar os investimentos, gerenciar os riscos e prover liquidez e recursos necessários para o crescimento.

Contudo, as finanças precisam de regras, e a crise financeira de 2008 revelou mais uma vez que os mercados financeiros não podem se regular sozinhos. Certas características dos mercados financeiros os fazem mais sujeitos a falhas do que a maioria dos outros mercados. Primeiramente, as atividades empreendidas no setor

financeiro criam grandes externalidades positivas e negativas. Instabilidade financeira, em particular as corridas bancárias e os pânicos autoalimentados, podem impor custos massivos para a economia.

Em segundo lugar, os mercados financeiros são afligidos por assimetrias de informação, situações onde uma parte sabe mais do que a outra. A existência de tais assimetrias é inevitável, mas sua magnitude não é, nem o é o direito de explorar os outros obtendo vantagem dessas assimetrias. Terceiro, falta aos mercados financeiros a concorrência no setor.

*Since the 1970s, the concentration, scale, and scope of the largest banks have grown significantly and rapidly, with the share of industry assets held by the top five banks growing from 17 percent to 52 percent (STIGLITZ, 2015).*

Mudanças nas regras da finança, muitas das quais, nos EUA, estavam em vigor desde o colapso financeiro deflagrado pela Grande Depressão, removeram as proibições de bancos comerciais se filiarem a bancos de investimentos. No Brasil, apesar de ainda existir a separação de bancos comerciais dos bancos de investimentos, a proibição da prática de usura — i.e., a cobrança de taxas de juros extorsivas — que chegara a ser disposta na Constituição Federal sem, contudo, ser regulamentada, foi revogada e nenhuma norma foi legislada nesse sentido após sua revogação. Tais mudanças não atualizaram as regras para novos instrumentos como os derivativos, mas sim, deixaram os mercados financeiros escreverem suas próprias regras.

*Finance has become huge and profitable relative to the rest of the economy. Financial services comprised 7.6 percent of GDP before the crisis, then fell back slightly to 6.6 percent in 2012 before returning to 7.3 percent in 2014. By way of comparison, in the 1950s, when the U.S. economy was growing rapidly, more rapidly than in recent years, financial services constituted 2.8 percent of GDP. Between 1950 and 1980 the financial sector generated between 10 and 20 percent of total corporate profits; after 1980 it generated between 20 and 30 percent, and the share remains high—well over 20 percent of corporate profits—today (STIGLITZ, 2015).*

De um lado, a regulação do mercado financeiro foca em minimizar a discriminação de mercado e a exploração. De outro lado, no sistema desregulamentado, observa-se a evidência significativa de empréstimos predatórios. Tais empréstimos, que vieram a dominar o sistema, frequentemente focavam prestacionistas de baixa renda, mais suscetíveis a terem hipotecas mais caras e a não compreenderem os termos dos seus contratos de financiamento.

Os *shadow banks* — arranjo de instituições que provêm serviços “parabancários” mas que operam fora das leis e regulações que garantem a

observação e a prestação de contas dos bancos tradicionais — compartilham muitas das características destes, conectando poupadores com tomadores de empréstimos. Contudo, suas longas cadeias na provisão de crédito são complexas e opacas, alavancadas e vulneráveis procedimentos prejudiciais aos consumidores. Isso era especialmente verdadeiro para os títulos lastreados em hipotecas, onde os credores, bancos de investimento, agências de classificação de risco e seguradoras estavam todos em cena. Era claro que os *shadow banks* eram vulneráveis a corridas bancárias no momento em que o valor dos títulos fosse questionado e foi o que ocorreu quando a falência do *Lehman Brothers* causou pânico e contagiou toda a economia.

Enquanto o crescimento econômico for firmado sobre o rentismo e bolhas financeiras, não haverá o investimento necessário para o crescimento sustentável das firmas, das famílias e da infraestrutura

Neste capítulo, examina-se o setor financeiro, que por anos teve o poder de se autorregular e de se evadir da supervisão oficial e busca como garantir que ele cumpra suas missões societárias sem impor custos excessivos para o resto da sociedade. A organização das propostas seguirá a ordem de recomendações exclusivas para o sistema financeiro norte-americano, tendo por base as medidas propostas por Stiglitz (2015), em seguida aquelas mistas para o sistema norte-americano e o brasileiro, e por fim, as recomendações exclusivas para o sistema financeiro nacional.

### **3.1 As propostas**

O setor financeiro não tem executado satisfatoriamente as atividades de gerenciar o risco; alocar capital eficientemente; intermediar poupadores e investidores; prover fundos para investimentos e criação de empregos; e de operar um sistema de pagamentos eficiente. Ao contrário, tem administrado mal o risco; alocado mal o capital; priorizado a exploração e a manipulação do mercado; e criado um sistema de pagamentos caro apesar dos avanços tecnológicos.

Nos EUA, a *Dodd-Frank Act* foi um excelente começo, mas a legislação não mudou a estrutura disfuncional do sistema. Reformas adicionais podem reduzir o risco imposto pelo setor financeiro para a economia como um todo; melhorar a transparência; combater o curto-prazismo; ampliar a competição; reduzir o rentismo;

e fazer os bancos cumprirem com o financiamento das firmas que precisam investir e inovar.

Ainda se deve empreender as reformas necessárias para pôr um fim ao *too-big-to-fail* e reduzir o dano potencial da falência de grandes instituições financeiras para a economia. Bancos que são resgatados pelo governo — e são tão grandes a ponto das suas falências causarem a contração da economia por inteiro — não veem a necessidade de internalizar os custos das suas falências e podem auferir grandes benefícios disso. A eles é garantido o incentivo perverso de assumir riscos excessivos, sabendo que, por ocasião de algum problema, eles seriam resgatados, com as perdas sendo carregadas pelo governo e pela sociedade, exatamente como ocorreu após a crise financeira de 2008.

Mesmo quando eles não são grandes demais para quebrar, eles podem ser muito interconectados, muito interligados para quebrar. Com ligações excessivas, a falência de uma instituição pode levar a quebra em sequência de outras instituições, parada somente com o resgate do governo. É por isso que interligações precisam ser transparentes e reguladas.

Por esse motivo, deve-se impor a grandes instituições financeiras sistemicamente relevantes uma taxa adicional de capital sobre as taxas atuais, impostas pelos reguladores sob o Acordo de Basileia, a fim de tornar a falência menos provável e mais manejável. Uma sobretaxa forçaria os bancos a internalizarem os verdadeiros custos dos seus riscos e aprimoraria a eficiência econômica, ao mesmo tempo que insularia os contribuintes dos custos das instituições falidas.

Dentre as instituições grandes demais para quebrar estão os *shadow banks*, que são instituições financeiras não-bancárias envolvidas em empréstimos e incluem os fundos mútuos *money market*, companhias de seguro, como a AIG, e até mesmo montadoras de veículos, como a GM. Apesar dessas instituições não-bancárias figurarem integralmente nas causas da crise financeira de 2008, com muitas delas tendo que ser resgatadas, as reformas pós-crise não foram suficientes para reduzir os riscos inerentes às suas atividades opacas.

Os *shadow banks* continuam insuficientemente regulados. De fato, muitas das atividades deste sistema bancário às sombras são motivadas não pela eficiência, mas simplesmente pelo fato de margear as regulações que garantem a estabilidade do sistema financeiro. A crise revelou que o aparato regulatório não

estava adaptado às novas formas que o crédito era oferecido pelos bancos sombra. Porém, mesmo após as consequências da crise, o *shadow banking* continua inadequadamente regulado.

A regulação deve aperfeiçoar a transparência das entidades consideradas *shadow banks*. Nos EUA, a SEC deve reavaliar e expandir suas regras aos fundos mútuos *money market*, cujas vulnerabilidades na crise financeira espalharam pânico, requerendo a todos esses fundos ativos líquidos flutuantes para cobrir riscos desse mercado.

Durante a crise financeira de 2008, o Fed expandiu sua habilidade de prestador de última instância e proveu liquidez aos *shadow banks*, disseminando o risco moral para um conjunto ainda maior de instituições. Empréstimos emergenciais são essenciais numa crise e são um dos poderes que o governo federal tem para ajudar a mitigar o risco de pânico. Mas sem regras e limites claros, esse poder pode se tornar sujeito a abusos. Como resultado, o Congresso dos EUA, sob a *Dodd-Frank Act*, requereu ao Fed que estabeleça uma programação de empréstimos com o propósito de prover liquidez a todo o sistema financeiro, e não o de ajudar instituições financeiras individuais em falência. O Fed deve garantir que a estrutura regulatória seja suficientemente forte, de modo que esses instrumentos sejam verdadeiramente raros de se utilizar, e deve impor cobranças aos *shadow banks* pelos custos imputados à sociedade.

Os fundos de *private equity* e *hedge* são mais distantes da realidade brasileira e são, na verdade, uma particularidade dos EUA. Mesmo assim, as taxas pouco competitivas e frequentemente pouco conhecidas relativas à gestão de ativos, particularmente aquelas da gestão de fundos de *private equity* e de *hedge*, são uma das forças que norteiam o crescimento e o lucro do setor financeiro. Mais do que isso, a maioria dos investidores não compreendem as regras sob as quais eles operam. Ocorre que qualquer taxa excessiva é simplesmente uma transferência de riqueza de investidores ordinários para aqueles no setor financeiro.

O Congresso americano deve expandir a missão da SEC e requerer aos fundos de *private equity* e de *hedge* que divulguem suas estruturas de *holding*, retornos e taxas. A SEC deve promover a observação crítica adicional da regulação e aconselhar o investidor nesses negócios. A competição que se seguirá dessa transparência nos preços ajudará a reduzir o rentismo.

Elevadas taxas cobradas dos consumidores sobre as transações com cartão de crédito e débito são um sintoma do poder de mercado do setor financeiro brasileiro e americano. A tecnologia contemporânea permite a transferência de dinheiro da conta bancária de um indivíduo para a do vendedor do produto que ele está comprando custar uma fração de centavo. Entretanto, as taxas cobradas pelas empresas de cartão de crédito e débito aos comerciantes, entre 2 e 5 por cento do custo da transação, não refletem o valor do serviço provido, mas sim uma renda de monopólio sobre o bem público que é a infraestrutura da rede de comunicação utilizada para essas formas de pagamento.

Nos EUA, a emenda Durbin à proposta da *Dodd-Frank Act* pretendeu reduzir as taxas excessivas que as companhias de cartão de débito impõem aos comerciantes (e que são transferidas para o consumidor final sob a forma de preços mais altos). Essa emenda, entretanto, se limitou somente às transações envolvendo cartões de débito, deixando o mercado mais importante de cartões de crédito aberto ao poder de monopólio. A legislação brasileira é, mais uma vez, vaga nessa matéria de forma que a mimetização da referida emenda, com abrangência ampliada sobre os cartões de débito bem como sobre os cartões de crédito, seria uma importante articulação para permitir a multiplicação da renda ora immobilizada na intermediação.

A aplicação das leis é tão importante quanto as próprias leis, e na década passada houve um afastamento da observação da lei criminal da regulação financeira. A SEC e o DOJ têm estabelecido acordos com condições favoráveis, tais como os acordos de não-prosseção judicial, ou os acordos de leniência no Brasil. Sob o instituto americano, as partes não admitem nenhuma má conduta; não são penalizados na proporção de seus benefícios; nenhum indivíduo é detido como diretamente responsável; as multas que são pagas vêm dos acionistas e são dedutíveis dos impostos; e os autores dos crimes não são necessariamente punidos ou coagidos a devolver seus bônus. A aplicação da lei tem figurado entre esses acordos favoráveis ao invés de aplicar sérias consequências e condenações pela conduta ilegal.

Já a lei brasileira, a Lei Anticorrupção, lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013, que dispõe sobre os acordos de leniência, isenta a obrigatoriedade de publicar a decisão punitiva; livra da proibição de receber de órgãos ou entidades públicas (inclusive bancos) incentivos, subsídios, empréstimos, subvenções, doações, etc.; possibilita a redução integral da multa para a primeira pessoa jurídica a firmar o

acordo de leniência — para as demais, no âmbito dos mesmos atos e fatos investigados, a redução da multa poderá ser de até dois terços do valor total —; e isenta ou atenua a proibição de contratar com a Administração Pública.

A SEC nos EUA, e o Ministério Público no Brasil, devem focar na aplicação mais rígida da lei e a responsabilidade deve recair sobre esses órgãos se nenhum progresso for efetuado; esses acordos devem se submeter à estrita revisão judicial; e formas de compensação devem ser elaboradas de forma que os autores enfrentem consequências significativas, como a restituição de bônus já desembolsados e a dedução dos proventos da aposentadoria.

Muitas das regulações do setor financeiro são aplicadas pela autoridade monetária e a sua liderança frequentemente é influenciada pelos interesses das maiores instituições. Reformas na estrutura de governança do *Federal Reserve* e do Banco Central do Brasil (Bacen) devem focar na redução dos conflitos de interesses e na reforma do processo pelo qual os reguladores são escolhidos.

Após as consequências da crise de 2008, o Fed relutou em divulgar muitos dos detalhes do que ele, junto do Tesouro dos EUA, fizera. Dentre os beneficiários estão instituições nas quais os executivos serviram no comitê de seleção do *chair* do Fed de Nova Iorque. O Fed é uma instituição pública e a ele foi dada a responsabilidade de macrogerenciar a economia, de conduzir os resgates e de regular o sistema financeiro. Dessa forma, há um conflito de interesse nas decisões da autoridade monetária, entre realizar as políticas definidas pela instituição pública e aquelas desejadas pelas instituições financeiras que elegeram sua diretoria e financiam suas operações.

Trazendo a análise para a inserção brasileira, fica claro notar o problema do conflito de interesse da “autonomia” do Bacen, discussão que é levantada frequentemente por congressistas e pela mídia. Apesar da indicação do Presidente do Bacen ser prerrogativa do Presidente da República, não raramente, como atualmente<sup>10</sup>, o *chair* da autoridade monetária brasileira é um executivo do setor financeiro, situação que aparentemente sustenta a manutenção de taxas de juros aos elevados níveis no Brasil.

Como solução, Stiglitz (2015) aponta medidas de um estudo do *Government Accountability Office* de 2011 para gerenciar esses conflitos de interesse para o caso

---

<sup>10</sup> Atualmente o Presidente do Banco Central do Brasil é o economista Ilan Goldfajn, que ocupava anteriormente o cargo de economista-chefe no Itaú Unibanco.

dos EUA, mas que também podem ser aplicados ao Brasil: empregados e membros de todas as diretorias regionais do Fed devem ser requeridos a divulgar todos os potenciais conflitos de interesse; indivíduos com qualquer conflito de interesse devem ser impedidos de ocupar a diretoria de qualquer regional do Fed; membros devem ser requeridos a recusar tomar decisões em casos com qualquer possível conflito de interesse; e membros devem ser mantidos em quarentena do sistema financeira por certo tempo após seus mandatos. Acima de tudo, a forma como as diretorias e executivos das diretorias regionais do Fed são escolhidos deve ser sujeita a eleições transparentes.

O grave problema da *sub* taxação dos rendimentos de aplicações financeiras, cumulada com a evasão tributária pelos paraísos fiscais, não só deixa de financiar as políticas e infraestruturas públicas, como também agrava o problema da pobreza e da desigualdade. Os governos devem retomar alíquotas maiores incidentes sobre os ganhos de capital, que são um ganho não-produtivo, i.e., especulativo, e sobre as heranças. No Brasil, deve ser regulamentada em lei complementar a competência da União de instituir o imposto sobre grandes fortunas, conforme previsto no art. 153, IV da Constituição Federal.

A elevação das alíquotas e a instituição do imposto sobre grandes fortunas conforme proposto *supra*, certamente acentuaria a evasão fiscal para as jurisdições sigilosas. De conhecimento disso, deve-se então estabelecer uma “taxa Tobin” sobre as movimentações financeiras internacionais, de modo a coibir e rastrear os fluxos financeiros para contas no exterior.

As elevadas taxas de juros cobradas no Brasil pelos crediários e instituições financeiras, que representam a inserção brasileira na finança mundial, atentam contra a ordem econômica do princípio da função social da propriedade privada. Não há nenhuma função social em ampliar os ganhos financeiros não-produtivos às custas de pesadas taxas de juros sobre o consumo, muito pelo contrário, o direcionamento dos recursos para a intermediação financeira imobiliza o consumo e a produção, por consequência, a renda e o emprego.

As instituições financeiras também contrariam a função social da propriedade pela imposição de elevadas taxas sobre os sistemas de pagamento com cartões. A utilização de uma infraestrutura pública de comunicação e de tecnologias de informação permitem às instituições realizarem as transferências de dados custarem uma fração de centavo, afinal, o pagamento de uma compra com cartão nada mais é

do que troca de entre as redes das instituições financeiras, de forma automática e instantânea. Essas taxas oneram o produtor e imobilizam recursos que poderiam gerar emprego e renda no setor produtivo da economia, mas que acabam inertes na intermediação.

Quanto ao sistema de pagamentos, foi calculado anteriormente, na tabela 6, o volume de riqueza punçado pela operação dos sistemas de cartão de crédito e débito no Brasil em 2015, um sistema caro, que transferiu a riqueza produtiva de aproximadamente R\$ 40 bilhões para a intermediação apenas naquele ano.

É claro que esses montantes são uma renda de monopólio, mais precisamente de oligopólio, tanto por parte das bandeiras de cartões, quanto pelas operadoras e instituições financeiras que atuam nos sistemas de pagamentos. Ressalta-se que a eliminação da concorrência e a dominação dos mercados são mais dois princípios da ordem econômica que instituições financeiras se desincumbiram de cumprir.

Já as taxas de juros elevadas cobradas pelas instituições financeiras acumulam as inconstitucionalidades e os problemas ordenados acima estando incursas, ainda, no aumento arbitrário dos lucros, ação refutada pela Constituição. Como as taxas de juros são de livre estipulação pelo mercado, dada a desconstitucionalização do seu teto com a Emenda Constitucional nº 40/2003, e admitida pela associação dos executivos de finanças, a cobrança de taxas altas da forma que é feita no Brasil é arbitrária, i.e., não seguem regras ou normas e dependem apenas do arbítrio das instituições que a faz. Ao defini-las a níveis como observado, 578,55% a.a., as torna abusivas e não sujeitas à nenhuma norma social e aumentam arbitrariamente os seus lucros.

A crise financeira de 2008 e a grande recessão que a seguiu expuseram a inadequação dos velhos modelos econômicos. A mudança desse curso não será fácil no ambiente atual, mas é possível escolher reescrever as regras estruturantes do sistema.

## Conclusão

A conclusão oferecida por esta dissertação é a de que o crescimento do produto da economia brasileira, no estado em que se encontra, se vê prejudicado tanto pelo represamento da demanda, pela combinação do peso dos juros aos consumidores e do elevado nível de endividamento das famílias, quanto pelo represamento do financiamento da produção das empresas.

Um dos eixos conclusivos é a de que os paraísos fiscais servem aos indivíduos mais ricos e às maiores corporações ao permiti-los evadir das regras e tributações de cada país, entesourando suas fortunas em jurisdições sigilosas que não estão sob a regulação de qualquer país. Adiante, concluiu-se também que a causa principal da crise financeira de 2008 foi a não-regulação dos *shadow banks*, instituições financeiras não-bancárias que operavam de forma semelhante aos bancos, ao oferecer, de forma equivalente, contas de depósitos, sem, contudo, estarem sob a regulação e a supervisão financeira e bancária tradicional as quais os bancos comerciais estavam sujeitos. Por conta disso, engajavam em apostas arriscadas, tais como as aplicações em CDOs, títulos lastreados em hipotecas *subprime*, na expectativa de aumentarem seus lucros através de ganhos no *spread* entre as taxas oferecidas por essas aplicações e aquelas que remuneravam os depósitos dos clientes. Quando os mutuários das hipotecas *subprime* passaram a calotear suas obrigações, todo o sistema colapsou.

Já a inserção brasileira na finança mundial se dá pelas maiores taxas de juros reais do mundo. Os bancos, em primeiro lugar, quando ofertam o crédito, é a um preço elevado. Como visto, essas taxas de juros travam o consumo das famílias e o investimento das empresas. Em segundo lugar, o sistema financeiro se sustenta pelo financiamento do Estado, fato agravante o setor público ter de honrar compromissos financeiros à revelia das políticas públicas essenciais como educação, saúde e infraestrutura.

Taxas de juros usurárias como as observadas no Brasil retardam o crescimento econômico e impugnam a potencialidade do desenvolvimento da riqueza ao, não raramente, superarem os rendimentos prováveis dos investimentos os quais dependem, em sua maioria, do crédito para se realizar.

Como propostas de novas articulações estão a retomada das regulações estabelecidas após a Grande Depressão nos EUA, bem como a inclusão dos novos instrumentos pelo banco central. A questão tributária também deveria ser revista de forma a incluir e elevar as alíquotas sobre ganhos de capital financeiro, de forma a restituir à sociedade parte da riqueza punçada pelos intermediários financeiros. Também como forma de rastrear os fluxos internacionais de capitais, para mitigar a evasão fiscal que tais medidas porventura causassem. Ao Brasil, deveria ser regulamentado o crime de usura e a estipulação de um teto de taxa de juros reais a ser cobrada, não sob a forma de emenda constitucional, dado que há momentos de crise que necessitariam de revisão, mas sob a forma de lei ordinária. Para que essas novas articulações fossem cumpridas, os órgãos promotores da justiça devem coagir estritamente o cumprimento dessas leis.

Basicamente já conhecemos os instrumentos técnicos de controle e de formulação legal, falta, contudo, poder político para aplicá-los.

## Referências bibliográficas

ABECS. **Indicadores Anuais: Gastos no Brasil (Visão Credenciadoras)**. 2015. Disponível em: <<http://www.abecs.org.br/app/webroot/files/media/2/9/8/9002f3258d5b1728c0f21fd36d37f.xlsx>>. Acesso em: 13 out. 2016.

ANEFAC. **Pesquisa de Juros**. Dez. 2016. Disponível em: <<https://www.anefac.com.br/uploads/arquivos/20171910830229.pdf>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Dados Seleccionados de Entidades Supervisionadas**: IF.data. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/informes/relatorios>>. Acesso em: 21 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses**. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/consultarValoresSeries.do?method=getPagina>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Notas da 204ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. 11 jan. 2017. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/copom/not20170111204.pdf>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Pessoa Física: Cartão de Crédito Parcelado**. 9 jan. 2017. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/r/txjuros/?path=conteudo%2Ftxcred%2FReports%2FTaxasCredito-Consolidadas-porTaxasAnuais.rdl&nome=Pessoa%20F%C3%ADsica%20-%20Cart%C3%A3o%20de%20cr%C3%A9dito%20parcelado&parametros=%27tipopessoa:1;modalidade:215;encargo:101%27>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Pessoa Física: Cartão de Crédito Rotativo**. 9 jan. 2017. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/r/txjuros/?path=conteudo%2Ftxcred%2FReports%2FTaxasCredito-Consolidadas-porTaxasAnuais.rdl&nome=Pessoa%20F%C3%ADsica%20-%20Cart%C3%A3o%20de%20cr%C3%A9dito%20rotativo&parametros=%27tipopessoa:1;modalidade:204;encargo:101%27>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Pessoa Física: Cheque Especial**. 9 jan. 2017. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#/r/txjuros/?path=conteudo%2Ftxcred%2FReports%2FTaxasCredito-Consolidadas-porTaxasAnuais.rdl&nome=Pessoa%20F%C3%ADsica%20-%20Cheque%20especial&parametros=%27tipopessoa:1;modalidade:216;encargo:101%27>>. Acesso em: 23 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Taxas de Câmbio**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/taxas/port/ptaxnpeq.asp?id=txcotacao>>. Acesso em: 14 mai. 2016.

BANCO DO BRASIL. **Principais Indicadores.** Disponível em: <<http://www45.bb.com.br/docs/ri/ra2015/pt/01.htm>>. Acesso em: 13 out. 2016.

BAUERLEIN, Monika; JEFFERY, Clara. How Banks Got Too Big to Fail. **Mother Jones**, San Francisco, jan./feb. 2010. Disponível em: <<http://www.motherjones.com/politics/2010/01/bank-merger-history>>. Acesso em: 14 out. 2016.

BIS. **Locational Banking Statistics.** Disponível em: <<http://stats.bis.org/statx/toc/LBS.html>>. Acesso em: 22 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Debt Securities Statistics.** Disponível em: <<http://stats.bis.org/statx/toc/SEC.html>>. Acesso em 22 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Derivatives Statistics.** Disponível em: <<http://stats.bis.org/statx/toc/DER.html>>. Acesso em: 22 jan. 2017.

BNDES. **Planejamento Corporativo.** Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/governanca-controle/planejamento-corporativo/missao%2C-visao-e-valores>>. Acesso em: 21 jan. 2017.

\_\_\_\_\_. **Guia do Financiamento.** Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/taxa-de-juros-de-longo-prazo-tjlp/>>. Acesso em: 22 jan. 2017.

BRADESCO. **Relatório de Análise Econômica e Financeira:** 4º Trimestre 2015. Disponível em: <<https://www.bradescom.com.br/site/conteudo/download/Download.aspx?file=%7e%2fuploads%2f635911449796089556-book-port-v2.pdf>>. Acesso em: 13 out. 2016.

BRASIL. Câmara dos Deputados. PEC nº 53 de 1999. Disponível em: <[http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra;jsessionid=0037FF976081D61A12B8A106E6D44513.proposicoesWeb2?codteor=1234465&filename=Dossie+-PEC+40/1999](http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=0037FF976081D61A12B8A106E6D44513.proposicoesWeb2?codteor=1234465&filename=Dossie+-PEC+40/1999)>. Acesso em: 14 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

\_\_\_\_\_. Decreto-Lei nº 1.578, de 11 de outubro de 1977. Dispõe sobre o imposto sobre a exportação, e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. Lei nº 12.798, de 4 de abril de 2013. Estima a receita e fixa a despesa da União para o exercício financeiro de 2013.

\_\_\_\_\_. Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências.

\_\_\_\_\_. Ministério da Fazenda. **Resultado do PIB 2015**. 2016. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/noticias/2016/marco/resultado-do-pib-de-2015>>. Acesso em: 13 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Secretaria do Tesouro Nacional. **Séries Temporais**. Disponível em: <[http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/series\\_temporais/principal.aspx?subtema=5#ancora\\_consulta](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/series_temporais/principal.aspx?subtema=5#ancora_consulta)>. Acesso em: 13 out. 2016.

\_\_\_\_\_. Supremo Tribunal Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 4/DF. 7 mar. 1991. Eficácia imediata, ou não, da norma do parágrafo 3º do art. 192 da Constituição Federal, sobre a taxa de juros reais (12% ao ano). Ação julgada improcedente, por maioria de votos (declarada a constitucionalidade do ato normativo impugnado).

\_\_\_\_\_. Supremo Tribunal Federal. Súmula Vinculante nº 7. A norma do § 3º do artigo 192 da Constituição, revogada pela Emenda Constitucional nº 40/2003, que limitava a taxa de juros reais a 12% ao ano, tinha sua aplicação condicionada à edição de lei complementar.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Demonstrações Contábeis Consolidadas IFRS: Anual de 2015**. Disponível em: <[http://www.caixa.gov.br/Downloads/DC\\_IFRS\\_Dez15\\_final.pdf](http://www.caixa.gov.br/Downloads/DC_IFRS_Dez15_final.pdf)>. Acesso em: 13 out. 2016.

CARVALHO *et alii*. **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CHESNAIS, François. A Proeminência Da Finança No Seio Do “Capital Em Geral”, O Capital Fictício E O Movimento Contemporâneo De Mundialização Do Capital. *In*: BRUNHOFF, Suzanne *et alii*. **A Finança Capitalista**. São Paulo: Alameda, 2010.

\_\_\_\_\_. O Capital Portador De Juros. *In*: CHESNAIS, François (org.). **A Finança Mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

DOWBOR, Ladislau. **A Crise Financeira Sem Mistérios: Convergência Dos Dramas Econômicos, Sociais E Ambientais**. 2009. Disponível em: <<http://dowbor.org/2009/07/a-crise-financeira-sem-misterios-fev-2009-atualizacao-jul-2009-pdf-2.html>>. Acesso em: 27 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Juros Extorsivos no Brasil: Como o Brasileiro Perdeu Seu Poder de Compra**. Imperatriz: Ética, 2016.

ESKOW, Richard. **5 Reasons Glass-Steagall Matters**. Disponível em: <<https://berniesanders.com/yes-glass-steagall-matters-here-are-5-reasons-why>>. Acesso em: 13 out. 2016.

EUA. 21st Century Glass-Steagall Act of 2015, de 7 de julho de 2015. A bill to reduce risks to the financial system by limiting banks’ ability to engage in certain risky activities and limiting conflicts of interest, to reinstate certain Glass-Steagall Act

protections that were repealed by the Gramm-Leach-Bliley Act, and for other purposes.

\_\_\_\_\_. Banking Act of 1933, de 16 de junho de 1933. An act to provide for the safer and more effective use of the assets of banks, to regulate interbank control, to prevent the undue diversion of funds into speculative operations, and for other purposes.

\_\_\_\_\_. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980, de 31 de março de 1980. An act to facilitate the implementation of monetary policy, to provide for the gradual elimination of all limitations on the rates of interest which are payable on deposits and accounts, and to authorize interest-bearing transaction accounts, and for other purposes.

\_\_\_\_\_. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, de 21 de julho de 2010. An act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.

\_\_\_\_\_. Emergency Economic Stabilization Act of 2008, de 3 de outubro de 2008. An act to provide authority for the Federal Government to purchase and insure certain types of troubled assets for the purposes of providing stability to and preventing disruption in the economy and financial system and protecting taxpayers, to amend the Internal Revenue Code of 1986 to provide incentives for energy production and conservation, to extend certain expiring provisions, to provide individual income tax relief, and for other purposes.

FARHI, Maryse. **Crise Financeira e Reformas da Supervisão e Regulação**. Texto para Discussão 1581. Brasília: IPEA, 2011.

FDIC. **History of the Eighties**: Lessons for the Future. Arlington: FDIC Public Information Center, 1997.

FINE, Ben; SAAD-FILHO, Alfredo. **Marx's Capital**. New York: Pluto Press, 2010.

FOSTER, John Bellamy; MAGDOFF, Fred. Financial Implosion And Stagnation. **Monthly Review**, New York, v. 60, n. 7, dez. 2008.

FURLONG, Fred. **The Gramm-Leach-Bliley Act and Financial Integration**. Disponível em: <<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2000/march/the-gramm-leach-bliley-act-and-financial-integration/>>. Acesso em: 21 set. 2016.

HOENIG, Thomas; MORRIS, Charles. **Restructuring the Banking System to Improve Safety and Soundness**. 2012. Disponível em: <<https://www.fdic.gov/about/learn/board/restructuring-the-banking-system-05-24-11.pdf>>. Acesso em: 14 out. 2016.

HOLOCAUST VICTIM ASSETS LITIGATION. **Class Action Settlement Agreement**. 1999. Disponível em: <[http://swissbankclaims.com/Documents/Doc\\_9\\_Settlement.pdf](http://swissbankclaims.com/Documents/Doc_9_Settlement.pdf)>. Acesso em: 14 mai. 2016.

\_\_\_\_\_. **Swiss Banks Settlement Fund Distribution Statistics as of December 31, 2015**. 2016. Disponível em: <<http://swissbankclaims.com/Documents/Distribution%20Stats.pdf>>. Acesso em: 14 mai. 2016.

IMF. **Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risk and Restoring Financial Soundness**. Washington: International Monetary Fund Publication Services, 2008.

INDEPENDENT ASSOCIATION OF EMINENT PERSONS. **Report on Dormant Accounts of Victims of Nazi Persecution in Swiss Banks**. 1999. Disponível em: <[http://www.crt-ii.org/icep\\_report.phtml](http://www.crt-ii.org/icep_report.phtml)>. Acesso em: 14 mai. 2016.

IPEADATA. **Taxa de juros**: Selic fixada pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 22 jan. 2017.

ITAÚ. **Relatório Anual Consolidado 2015**. Disponível em: <[https://www.italy.com.br/\\_arquivosstaticos/RI/pdf/pt/Itau\\_RAC\\_2015\\_port.pdf?title=Relat%C3%B3rio%20Anual%20Consolidado%20-%202015](https://www.italy.com.br/_arquivosstaticos/RI/pdf/pt/Itau_RAC_2015_port.pdf?title=Relat%C3%B3rio%20Anual%20Consolidado%20-%202015)>. Acesso em: 13 out. 2016.

KAR, Dev. **Brasil: Fuga de Capitais, os Fluxos Ilícitos, e as Crises Macroeconômicas, 1960-2012**. Washington: Global Financial Integrity, 2014.

KAR, Dev; SPANJERS, Joseph. **Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2004-2013**. Washington: Global Financial Integrity, 2015.

KRUGMAN, Paul. Making Banking Boring. **The New York Times**, New York, 9 abr. 2009. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2009/04/10/opinion/10krugman.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2009/04/10/opinion/10krugman.html?_r=0)>. Acesso em: 13 out. 2016.

LENZA, Pedro. **Direito Constitucional Esquemático**. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

MAHON, Joe. **Financial Services Modernization Act of 1999, commonly called Gramm-Leach-Bliley**. Disponível em: <<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/53>>. Acesso em: 21 set. 2016.

MARQUES, Rosa Maria; NAKATANI, Paulo. **O Que É Capital Fictício E Sua Crise**. São Paulo: Brasiliense, 2009.

MARX, Karl. **O Capital: Crítica Da Economia Política**. 32. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2014.

MOODY'S. **Rating Symbols and Definitions.** Disponível em: <<https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingSymbolsandDefinitions.pdf>>. Acesso em: 22 set. 2016.

OXFAM. **Tax havens serve no useful economic purpose 300 economists tell world leaders.** 2016. Disponível em: <<https://www.oxfam.org/en/pressroom/pressreleases/2016-05-09/tax-havens-serve-no-useful-economic-purpose-300-economists-tell>>. Acesso em: 14 mai. 2016.

\_\_\_\_\_. **Tax on the private billions now stashed away in havens enough to end extreme world poverty twice over.** 2013. Disponível em: <<https://www.oxfam.org/en/eu/pressroom/pressrelease/2013-05-22/tax-havens-private-billions-could-end-extreme-poverty-twice-over>>. Acesso em: 14 mai. 2016.

PALOCCI FILHO, Antônio; MEIRELLES, Henrique de Campos. Carta remetida ao Diretor-Gerente do FMI, Horst Köhler, em 28 de fevereiro de 2003. Disponível em: <[http://161.148.1.43/portugues/fmi/cartafmi\\_030317.asp](http://161.148.1.43/portugues/fmi/cartafmi_030317.asp)>. Acesso em: 14 out. 2016.

PLIHON, Dominique. As Grandes Empresas Fragilizadas Pela Finança. *In*: CHESNAIS, François (org.). **A Finança Mundializada.** São Paulo: Boitempo, 2005.

ROBINSON, Kenneth. **Savings and Loan Crisis.** Disponível em: <<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/42>>. Acesso em: 3 out. 2016.

\_\_\_\_\_. **Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980.** Disponível em: <<http://www.federalreservehistory.org/Events/DetailView/43>>. Acesso em: 3 out. 2016.

SANTANDER. **Relatório Annual 2015.** Disponível em: <<http://www.ri.santander.com.br/Download.aspx?Arquivo=9gG7Swxdjj3AleREd9IW/Q==>>. Acesso em: 13 out. 2016.

SHAXSON, Nicholas. **Treasure Islands: Tax Havens and the Man Who Stole the World.** London: Vintage, 2012.

STIGLITZ, Joseph. **Rewriting the Rules of the American Economy: An Agenda for the Growth and Shared Prosperity.** New York: Roosevelt Institute, 2015.

TAX JUSTICE NETWORK. **FAQ.** Disponível em: <<http://www.taxjustice.net/faq>>. Acesso em: 14 mai. 2016.

\_\_\_\_\_. **Financial Secrecy Index 2015: Methodology.** 2015. Disponível em: <<http://www.financialsecrecyindex.com/PDF/FSI-Methodology.pdf>>. Acesso em 14 mai. 2016.

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report Of The National Commission On The Causes Of The Financial And Economic Crisis In The United States.** Washington: U.S. Government Printing Office, 2011.

THE INTERNATIONAL CONSORTIUM OF INVESTIGATIVE JOURNALISTS. **The Panama Papers**. Disponível em: <<https://panamapapers.icij.org>>. Acesso em: 14 mai. 2016.

VOLCKER, Paul. Statement Before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives. Disponível em: <[https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item\\_id=8219&filepath=/docs/historical/volcker/Volcker\\_19800515.pdf](https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=8219&filepath=/docs/historical/volcker/Volcker_19800515.pdf)>. Acesso em 13 out. 2016.

WARREN, Elizabeth. **Rigged Justice: 2016 How Weak Enforcement Lets Corporate Offenders Off Easy**. Disponível em: <[https://www.warren.senate.gov/files/documents/Rigged\\_Justice\\_2016.pdf](https://www.warren.senate.gov/files/documents/Rigged_Justice_2016.pdf)>. Acesso em: 13 out. 2016.

WIKIMEDIA. **The Theory of How the Financial System Created AAA-Rated Assets out of Subprime Mortgages**. Disponível em: <[https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/1/12/CDO\\_-\\_FCIC\\_and\\_IMF\\_Diagram.png](https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/1/12/CDO_-_FCIC_and_IMF_Diagram.png)>. Acesso em 13 out. 2016.

WORLD BANK. **GDP: current US\$**. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>>. Acesso em: 22 jan. 2017.