

# Economic Analysis of Law Review

## As Eumênides e a Crise: Responsabilidade, Risco Moral e Dissuasão no Sistema Financeiro

*The Eumenides and the Crisis: Responsibility, Moral Hazard and Deterrence in the Financial System*

Ramiro de Ávila Peres<sup>1</sup>

*Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS)*

### RESUMO

Enfrentamos duas objeções à punição de instituições financeiras e gestores pela produção de riscos ao sistema financeiro – que seriam paternalistas e ineficientes. Contra a primeira: crises financeiras prejudicam tanto a economia que governos e fundos garantidores são obrigados a intervir – uma garantia implícita aos credores. Isso é polêmico da perspectiva da moralidade política: implica utilizar recursos do público em benefício de pessoas em melhor situação que voluntariamente incorrem em riscos. Na primeira seção, estudamos justificar esse arranjo a partir do “argumento do incentivo”, decorrente do princípio da diferença de Rawls, à luz das críticas de G. Cohen. Contra a segunda, arguimos que não podemos prescindir completamente de instrumentos coercitivos – mormente pelo risco moral decorrente da garantia implícita. Logo, é preciso que a ameaça de responsabilização tenha um caráter punitivo e preventivo, se estendendo ao descumprimento de normas sobre risco mesmo sem gerar efeitos econômicos maiores.

**Palavras-chave:** Incentivos, Responsabilidade, Risco Moral, Justiça, Finanças

**JEL:** K42; D63; G28

### ABSTRACT

We face two objections to punishing financial institutions and managers for producing risks to the financial system – which would be paternalistic and inefficient. Against the first: financial crises damage the economy so much that governments and guarantee funds are forced to intervene – an implicit guarantee to creditors. This is controversial from the perspective of political morality: it implies using public resources for the benefit of better-off people who willingly take risks. In the first section, we study to justify this arrangement from the “incentive argument”, arising from Rawls' difference principle, in light of G. Cohen's criticisms. Against the second, we argue that we cannot completely dispense with coercive instruments – mainly because of the moral hazard arising from the implicit guarantee. Therefore, the threat of liability must have a punitive and preventive character, extending to non-compliance with rules on risk even without generating greater economic effects.

**Keywords:** Incentives, Responsibility, Moral Hazard, Justice, Finances

**R:** 09/01/19 **A:** 11/06/21 **P:** 31/12/21

<sup>1</sup> E-mail: ramiro.peres@ufrgs.br

I'm not sure if it's philosophically possible for an action to be both necessary and a disaster, but that in essence is what the bailouts were.

[...] life did not get harder for banks and for the financial system. In the popular imagination, the people who caused the crisis got away with it scot-free, and, as what scientists call a first-order approximation, that's about right. (Lanchester, 2017, n. p.)

## 1. Introdução

No curta-metragem cômico *The Last Laugh* (2008), um banqueiro (John Bird) diz a um entrevistador (John Fortune) que o colapso financeiro poderia ser evitado se os governos “devolvessem” aos bancos o dinheiro que estes perderam com suas próprias especulações; ao que o entrevistador pergunta, intrigado, o que aconteceria se não o fizessem. Ao que se segue a réplica: “... Eu diria a você o que pessoas como eu sempre dizem – que não seremos nós a sofrer com isso, mas o seu fundo de pensão”. A anedota mostra, mais do que explica, o que há de errado com certo raciocínio: por um lado, o que o banqueiro diz (e suas implicações) parece inaceitável de um ponto de vista moral – uma redistribuição de renda em favor duma elite econômica; por outro, é empiricamente verdadeiro que, sem a atuação do governo (ou de alguma instituição sob sua égide) como garante ou prestamista de última instância, o sistema financeiro pode colapsar, com consequências graves para toda a economia (principalmente para os mais pobres).

A *sketch* supra alude à crise de 2008, quando o governo americano interveio diretamente, a fim de auxiliar (ou de financiar a aquisição de) instituições com problemas de liquidez; o *bail-out* foi controverso: *on both sides of the ideological aisle: on the right, because it meant a de facto admission of market failure, and on the left, because the bailout privileged the needs of Wall Street over Main Street* (Murray, Manrai & Manrai, 2017, 186). Mesmo um pragmático como Posner (2010, 111 e s.) reconhece que a indignação popular a respeito do bail-out foi parcialmente justificada (ao menos em relação a instituições que distribuíram lucros após o socorro financeiro, como o Goldman Sachs). Por trás dessa indignação está a ideia do esvaziamento da noção de responsabilidade, de que não se pode auferir benefício da própria torpeza: “no longo prazo, a sociedade não pode funcionar bem se as pessoas não assumem responsabilidade pelas consequências de suas ações”, i.e., se temos “individualismo sem responsabilidade individual” (Stiglitz, 2010b, 120 – tradução livre). Ressoa a ideia de que uma economia baseada no gerenciamento de risco (i.e., na especulação) é “corrosiva para as normas morais e civis com as quais vale a pena se importar” (Sandel, 2013, 335).

Preocupações afins têm ocupado a pauta sobre a reforma de legislações bancárias: sob a influência da crise, os EUA aprovaram a lei Dodd-Frank em 2010, adotando uma regulação financeira mais restritiva – com destaque para inovações na proteção ao consumidor, na regulação do mercado de derivativos e no regime de resolução bancária (Hanson, Kashyap & Stein, 2011, 24); em 2018, porém, a legislação foi substancialmente alterada, sob o argumento de que se tornara um ônus para atividade econômica (Borak, 2017, n. p.). No plano internacional, além das mudanças sobre requerimentos de capital do Acordo de Basileia III, nota-se uma tendência a enfatizar normas sobre governança e responsabilidade social, visando a alinhar os incentivos de administradores e acionistas<sup>2</sup> com os interesses de longo prazo das instituições financeiras (ou da sociedade), e

---

<sup>2</sup> Em companhias abertas com capital difuso, os interesses de curto prazo de um acionista (dividendos e alto valor de mercado da ação) podem conflitar com o de longo prazo da pessoa jurídica (estabilidade) – além de conflitar com os de outros acionistas (um rótulo que pode se aplicar tanto a um pequeno investidor conservador quanto a um especulador fundo de participações) com portfólios diferentes, com os de diretores (que sofrem pressão por

reformas na legislação sobre resolução bancária visam à utilização de recursos dos próprios acionistas e credores da instituição, em caso de problemas de liquidez, a fim de prescindir do uso de fundos garantidores<sup>3</sup> ou de recursos públicos (Parker, 2011, 2).

A principal abordagem para o problema é a **prudencial**<sup>4</sup>; ela contrasta com outra, com viés coercitivo, que enfatiza a necessidade de responsabilizar (por meio de sanções – administrativas, civis ou mesmo criminais) instituições e gestores que violem normas. No extremo desta segunda abordagem, a “melhor regra de gerenciamento de risco” já escrita seria a prescrição, pelo Código de Hamurabi, da condenação do construtor à morte, no caso de uma fatalidade produzida pela queda de uma casa (Taleb & Martin, 2012, 50).

A retórica da responsabilização, porém, é considerada suspeita em outros contextos, como no da seguridade social: a responsabilidade pela própria pobreza ou incapacidade não deveria excluir alguém do escopo de nossa assistência (Mounk, 2015, iv). Da mesma forma, no contexto

---

performance) ou com os do Conselho de Administração (que intermedeiam a relação entre sócios e diretores). A ideia de que a governança corporativa deveria privilegiar uma “democracia de acionistas” é facilmente desafiada por Fox e Lorsch (2012, 55):

*[...] shareholders aren't quite the same as owners. A simple illustration: if you own a car, you're liable for damages in an accident even if they exceed the value of the car. But shareholders are on the hook only for what they've invested. And although some shareholders behave much like owners, most of them are effectively renters—often ultra-short-term renters. In real estate, renters are entitled to legal protection but seldom given a formal say in how a property is managed or whether it can be bought or sold. That seems appropriate for short-term shareholders as well.*

Mais uma vez, podem-se referir exemplos da Grande Crise: a remuneração variável de executivos era atrelada ao valor de mercado das instituições (mediante bônus de desempenho, ou simplesmente por ações ou opções de compra), de forma que eles perderam dinheiro quando estas perderam valor (Lo, 2012, 1); contudo, isso só implica um alinhamento de interesses no curto prazo – ainda seria vantajoso arriscar a solvência de uma instituição a fim de auferir ganhos suficientemente grandes, mormente se a remuneração não é afetada negativamente por perdas (Stiglitz, 2010b, 119-20).

<sup>3</sup> Fundos garantidores desempenham um papel ambíguo, a exemplo o Fundo Garantidor de Créditos (FGC) do Brasil: por um lado, trata-se de uma associação privada que assegura o pagamento de depósitos de valor limitado e financia operações que visem a evitar a insolvência de instituições (como a venda de instituições com dificuldades de liquidez); dessa forma, evitar-se-ia a crítica sobre a utilização do Banco Central e de recursos públicos para salvar bancos privados – o que é vedado pelo art. 28 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Ferreira, 2012, n. p.). Por outro lado, o FGC desempenha um serviço de utilidade pública, é regido por normas do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central, e é financiado por contribuições obrigatórias, calculadas sobre as operações dos clientes (como a emissão de cheques, ou o volume de depósitos) dos bancos.

Há vantagens nessa estrutura privada, mas a solução não é propriamente inovadora; na verdade, ela evoca o passado: Bancos Centrais em geral foram instituições privadas até a primeira metade do Séc. XX (Piketty, 2014, 542 e 613). Uma das principais defesas de fundos garantidores privados é que é financiado por recursos do próprio sistema financeiro (a contribuição incide sobre o montante das contas de depósitos, conforme dispõe a Circular nº 3.666/2013), ao invés de recursos públicos; esse argumento é atraente, mas negligencia que:

- a) o conjunto de contribuintes tende a ser o mesmo nas duas possibilidades, pois, em economias modernas, os indivíduos que pagam impostos têm depósitos em bancos;
- b) impostos são (ou ao menos se espera que sejam) progressivos: contribuintes com maior renda ou riqueza arcam com uma alíquota maior; já a contribuição de uma instituição financeira a um fundo é embutida nos custos administrativos do negócio e tende a ser repartida entre seus clientes de forma regressiva – uma vez que clientes com transações de maior volume têm poder de barganha para negociar condições mais favoráveis (como remuneração maior por depósitos e isenção de taxas).

<sup>4</sup> Tanto a micro quanto a macro prudencial: “*A microprudential approach is one in which regulation is partial equilibrium in its conception and aimed at preventing the costly failure of individual financial institutions. By contrast, a “macroprudential” approach recognizes the importance of general equilibrium effects, and seeks to safeguard the financial system as a whole. In the aftermath of the crisis, there seems to be agreement among both academics and policymakers that financial regulation needs to move in a macroprudential direction.*” (Hanson, Kashyap & Stein, 2011, 3).

O paradigma da abordagem coercitiva seria a regulação de conduta, voltada para a avaliação da observância, por parte da instituição e de seus gestores, da regulação atinente. Claro, embora contrastemos a abordagem prudencial com a coercitiva, as duas não são concorrentes; nem enfatizamos a segunda por considerá-la, em qualquer aspecto, mais importante.

da punição criminal: a justificação meramente retributivista violaria a neutralidade liberal, pois implicaria impor dano a outrem apenas para expressar reprovação (Tadros, 2011, 79-83). Trata-se de um eco das Erínias, as “Fúrias Vingadoras”: deusas gregas que perseguiram impiedosamente os homicidas.

Portanto, a justificativa da responsabilização punitiva (e da estrutura regulatória e de supervisão necessárias para aplicá-la) deve apelar para efeitos socialmente benéficos, como o efeito dissuasório da sanção<sup>5</sup>, a fim de ser justificável a todos. Mas tal justificativa tem de enfrentar duas objeções: a) caberia aos próprios investidores exercer a “disciplina de mercado”, e não caberia às autoridades tutelá-los – o que seria uma forma de paternalismo; b) haveria outros instrumentos mais eficientes (e menos drásticos) que a imposição de sanções – a abordagem prudencial supra; i.e., sanções são ineficientes.

Por esses argumentos, a atuação dos reguladores e supervisores financeiros deveria limitar-se a prescrever o mínimo de normas prudenciais e contábeis (como o estabelecimento de limites mínimos de capital para a operação das instituições) necessárias para o funcionamento estável e coordenado do mercado e a evitar que sejam fraudadas (fiscalizar seu cumprimento). A realidade contrasta com essa conclusão: o mercado financeiro é um dos setores mais regulados da economia, e supervisores têm poder para impor drásticas medidas, preventivas (e.g., recusar a contratação de administradores ou suspender as atividades de uma instituição) ou punitivas (e.g., proibir o exercício de cargos no setor ou cassar a autorização para funcionamento de uma instituição).

Na seção a seguir, concedendo um pouco de razão ao banqueiro do *The Last Laugh*, arguiremos em favor do compartilhamento social dos riscos da atividade financeira – i.e., da atuação de autoridades públicas visando a evitar risco sistêmico; isso equivale a uma forma de garantia (ainda que implícita) do sistema financeiro. Procederemos a partir do “argumento do incentivo”, derivado do princípio da diferença de Rawls, e da análise das objeções lançadas por G. Cohen. Embora o foco da discussão de Cohen seja a distribuição de renda associada à tributação, assumimos que ela pode ser extrapolada para o compartilhamento de riscos e ônus financeiros. Isso afasta, pois, a objeção do paternalismo supra: uma vez que o sistema financeiro implica uma potencial externalidade, não é apenas o interesse dos investidores que deve ser considerado.

Na seção posterior, arguimos que os sistemas jurídicos devem estabelecer sanções efetivas aplicáveis a agentes do sistema financeiro a fim de mitigar o risco moral (*moral hazard*) criado por tal garantia. A ideia é que a regulação e supervisão de riscos por parte do poder público, ao contrário de uma estrutura de instituições privadas, tem não só a vantagem de estabelecer um sistema de seguros compulsórios, mas também mitigar os riscos sociais mediante regulação, inspeção e punição (Hansson & Skogh, 1987, 144).

## **2. Distribuindo riscos de acordo com o princípio da diferença**

De acordo com o princípio da diferença, as desigualdades de riqueza e renda devem ser justificadas tendo em vista o benefício dos que estão em pior situação (Rawls, 1971, 72). Uma das várias críticas que Gerald Cohen (2008) dirige a esse princípio é que, numa interpretação

---

<sup>5</sup> Isso não implica uma justificativa consequencialista. Na teoria de Tadros, a punição é justificada (i.e., o agente tem o dever de submeter-se a punição, e o Estado tem o direito de punir) porque, se o dano resultante da violação não pode ser plenamente compensado pelo violador, então este tem o dever de proteger a vítima contra futuras violações; num sistema de justiça, a maneira institucional de o fazer é submeter-se à punição a fim de dissuadir futuras violações (Tadros, 2011, 277-80). Nosso argumento seguirá uma linha análoga: como não é possível uma compensação adequada pelos riscos sociais criados pelo sistema financeiro, a sanção é necessária para mitigá-los.

permissiva, ele implica o chamado “argumento do incentivo”, segundo o qual é justificado favorecer os que já estão em melhor situação (ricos e talentosos), mesmo sem qualquer consideração relativa a mérito, a fim de incentivá-los a produzir, consumir ou assumir riscos. De fato, Rawls menciona algo afim:

*Supposedly, [...] the greater expectations allowed to entrepreneurs encourages them to do things which raise the prospects of laboring class. Their better prospects act as incentives so that the economic process is more efficient, innovation proceeds at a faster pace, and so on* (Rawls, 1971, 68).

Do ponto de vista empírico, é discutível até que ponto incentivos aos que estão em melhor situação resultam numa vantagem considerável para os que estão em pior situação – o que seria o cerne do argumento da *trickle-down economics* (Quiggin, 2010, 136-37). Pode-se contrapor que, historicamente, o crescimento econômico não tem apresentado uma correlação estável com a igualdade de renda ou riqueza, mormente se a taxa de retorno sobre o capital for maior que o crescimento (Piketty, 2014, 555). Mas o ponto de Cohen independe disso: mesmo se essa premissa empírica for correta, ela não pode ser associada aos princípios de justiça. Isso não implica que, por vezes, não seja útil ou necessário adotar políticas na linha nesse argumento – mas, nesses casos, lamentavelmente, acabamos por comprometer a justiça, em função de outro valor ou por alguma urgência.

A principal objeção é que esse argumento não passa num teste interpessoal: imaginemos que a pessoa em pior situação (doravante, o “pobre”) ouvisse da pessoa em melhor situação (que chamaremos de “rico”) na sociedade o seguinte argumento (Cohen, 2008, 59):

- i. Políticas públicas devem otimizar a situação dos que estão em pior situação.
- ii. Se os impostos aumentarem, os ricos tendem investir e a produzir menos, de modo que a posição dos mais pobres tende a piorar<sup>6</sup>.
- iii. Logo, os impostos não devem ser aumentados.

O problema com a premissa (ii) é que, embora possa ser uma razão para os pobres aceitarem o corte de impostos (afinal, como a resposta do banqueiro interpretado por John Bird, ela é análoga a uma ameaça<sup>7</sup>), não pode ser uma razão para os ricos defenderem-no<sup>8</sup>. Embora os primeiros possam enxergá-lo como um mero fato (como um movimento dentro do jogo da escolha social), essa alternativa não está aberta para estes: são os ricos que tornam a premissa (ii) verdadeira; eles precisam de uma justificativa não para aceitar, mas para impor a desigualdade que o argumento defende (Cohen, 2008, 60).

A acusação de Cohen é de que haveria uma estranha forma de alienação no rico que explicasse, de forma descompromissada, por que os pobres deveriam votar a redução de impostos – como se não fossem responsáveis por suas próprias intenções. Podemos analisar melhor o problema ao colocá-lo na “primeira pessoa”: não posso adotar essa atitude descompromissada para com minha decisão porque não posso prever uma decisão sem tomá-la, da mesma forma como não posso antecipar a aquisição de uma crença antes de adquiri-la. Pensar “farei isso, mas não decidi que o farei” é afim a pensar “p, mas não acredito que p”, o que, supondo-se a identidade

<sup>6</sup> O banqueiro de *The Last Laugh* pode ser interpretado como usando um argumento com a mesma estrutura – trocando, porém, a premissa (ii) pela afirmação de que, se não permitirmos que as instituições financeiras assumam riscos e não nos dispusermos a cobrir as respectivas perdas, haverá uma recessão.

<sup>7</sup> Note a semelhança do argumento com o raciocínio dos atenienses na Conferência de Melos – a alegação de que a submissão é o melhor para os melicos, já que a alternativa é a destruição (Tucídides, 1874).

<sup>8</sup> Cohen tem uma resposta pronta para o argumento contrafactual de que “você faria a mesma coisa se estivesse em meu lugar”: *I have always thought that the right reply to a white South African who says to an anti-apartheid advocate ‘YOU would see things differently if you were in my position’, is: Quite! I’m sure it does blind one’s vision* (Cohen, 2008, 61).

pessoal ao longo do tempo, é uma instanciação do paradoxo de Moore: *for that prediction would show that I already have the true belief that p. The truth cannot wait* (Sorensen, 2014, n. p.). Afinal, a justificação para julgar que p no futuro justifica a crença em p desde sempre, seja p um juízo teórico (sobre fatos empíricos, e.g.), seja prático (sobre o que devo fazer) – a diferença, nesses dois casos, é o que conta como justificação para p.

O rico só pode, pois, acreditar na premissa (ii) se decidir torná-la verdadeira. Mas para isso, não basta apontar para, p. ex., a literatura econômica e aduzir os efeitos adversos dos impostos sobre o consumo e o investimento; nem apontar para o fato de que, como os demais seres humanos, os ricos são auto-interessados. Ele não pode justificar sua decisão meramente apontando para qualquer fato; a “Lei de Hume” o impede: nenhum conjunto de proposições sobre “como o mundo é” pode prover uma justificativa, por si só, para uma conclusão sobre o que deve ser o caso – a menos que haja um juízo de valor “escondido” no meio do raciocínio (Dworkin, 2011, 44). Isso é necessário não apenas para garantir a independência do domínio do valor em relação ao dos fatos, mas também o inverso; afinal, se admitirmos que um juízo de fato é suficiente para implicar um de valor, temos de admitir (por *modus tollens*), que a negação deste implica a daquele – i.e., que um juízo de valor implica um factual.

O problema é que alguma espécie de “princípio de incentivo” parece decorrer da posição original, a versão rawlsiana do estado de natureza da filosofia contratualista (Rawls, 1971, §1:3), onde as partes não têm conhecimento de suas condições particulares, mas apenas de fatos gerais a respeito da natureza humana. Dado esse “véu de ignorância”, elas escolheriam por princípios de justiça aqueles tendentes a otimizar a posição de cada indivíduo numa sociedade bem-ordenada. Como ainda não sabem quais serão as posições ocupadas por cada um após o levantamento do véu, o argumento do incentivo tenderia a ser aceito por beneficiar *ex ante* tanto o rico (que ainda não sabe que é rico) como o pobre (que ainda não sabe que é pobre).

Há um contraste entre o contexto “apriorístico” da posição original (onde cada parte é algo análogo a uma variável cujo valor ainda é desconhecido), donde se derivam os princípios de justiça, e a posição conhecida e determinada (após levantar-se o “véu da ignorância”) onde Cohen situa sua objeção interpessoal – que assume um caráter *ad hominem*. Esse contraste pode ser observado também na divergência em relação ao escopo dos princípios de justiça: enquanto Rawls (1971, 72) alega que o princípio da diferença tem por escopo a estrutura básica da sociedade, e não a legislação ordinária, Cohen (2001, 134 e s.) insiste que qualquer princípio de justiça que mereça o nome deve ser invocável para além dessa estrutura, mesmo depois de se levantar o véu da posição original. Sem isso, por abster-se de considerações de mérito ou de justiça substantiva, Rawls não teria nenhum princípio com base no qual pudesse criticar o corte de impostos (ou, em nosso exemplo, o socorro a investidores imprudentes).

Na posição original, é plausível que as partes adotem um ponto de vista destacado em relação ao que ocorrerá depois de levantado o véu da ignorância; elas podem julgar (um juízo de fato) que, dada a natureza humana, algumas pessoas (i.e., “existe um x tal que...”) exigirão recompensas maiores para agir de modo socialmente benéfico – do mesmo modo, um economista pode prever que uma determinada barganha (ou algum outro jogo) terá certo resultado – e que isso justifica (um juízo de princípio) que assim as recompensemos. Mas assim como eu (uma “variável identificada”) não posso justificar uma exigência afim em benefício próprio, não posso considerar justo que A (outra variável identificada) assim o exija.

## **2.1 A relação entre incentivos e princípios**

Mesmo Cohen admite que, ao menos na política real, não se pode escapar de discussões sobre incentivos – eles são o principal instrumento de governo moderno (mesmo sanções,

arguiremos posteriormente, funcionam como uma forma de incentivo negativo); logo, ainda que o argumento de Cohen fosse correto, ele não nos ensinaria uma restrição moral/prática geral que funcionasse melhor do que o princípio da diferença. Nessa linha, este tem a vantagem de ser um princípio útil, ou conveniente – um compromisso entre o ideal de justiça com a eficiência. A crítica de Cohen (2011, 229) é que atos justos não precisam ser eficientes dessa forma<sup>9</sup>: seria uma verdadeira prova de virtude se, e.g., eu decidisse queimar um “maná indivisível” que chovesse sobre meu terreno, pelo simples fato de que é um benefício injustificado. Isso é verdadeiro mesmo se admitirmos que a igualdade é um ideal inalcançável, por razões empíricas (históricas, sociais ou biológicas), e que, dado este fato, *incentive-based inequality [...] is regrettably unavoidable, if not tout court, then at least if we do not want to depress everyone's condition* (Cohen, 2001, 121). O importante, para ele, é separar, conceitualmente, considerações de eficiência e de fato (como uma explicação biológica ou sociológica do egoísmo humano) das considerações de princípio, a fim de não confundir as duas áreas.

A primeira resposta, portanto, que um defensor do argumento do incentivo poderia dar a essa objeção é que, se a disputa se limita à análise do conceito de justiça (e não sobre o que devemos fazer, na prática), ela perde um pouco do interesse para a filosofia política – e perde todo o interesse para a ciência social aplicada. No entanto, é preciso reconhecer que autoridades e cidadãos não podem ter um ponto de vista tão destacado quanto o da posição original, pois suas decisões e juízos influenciam as expectativas e demandas dos agentes; se, adotando a tese da *supply curve*, reconhecermos que é permitido cortar impostos para beneficiar a situação dos desfavorecidos, também incentivaremos os ricos a demandarem maiores cortes de impostos. O resultado é que não beneficiaremos os desfavorecidos; como observa Cohen em outra situação (ao tratar do abandono de princípios socialistas por parte do Partido Trabalhista inglês na década de 90): *It can be inexpedient to abandon principle for expediency, because it is hard to hide the fact that you are doing so* (Cohen, 2011, 217). Logo, mesmo que o princípio da diferença seja uma inferência correta a partir da destacada posição original, isso não significa que ele é suficiente para justificar as decisões sociais sobre incentivos – ao menos não sem supor previamente as regras de alguma instituição, ou sem remeter a algum outro princípio de justiça, como mérito, responsabilidade, necessidade, solidariedade, etc.

A segunda alternativa para um rawlsiano é “morder a bala”: não afetaria a teoria da justiça admitirmos que o princípio da diferença (mesmo incorporando o argumento do incentivo) compromete, parcialmente, a justiça com a eficiência<sup>10</sup>, nem conceder que os cidadãos (além das instituições) também devem observar princípios de justiça. Essa alternativa se segue da ideia de que: *When all strive to comply with these principles and each succeeds, then [...] their nature as moral persons is*

---

<sup>9</sup> Uma das vantagens do princípio da diferença é que, do ponto de vista da posição original, ele pode ser considerado Pareto-eficiente (Rawls, 1971, 59); aparentemente, isso não valeria para a igualdade radical de Cohen. Na realidade, uma situação em que as pessoas voluntariamente tendessem à igualdade seria Pareto-eficiente, porque os cidadãos de alta-produtividade manteriam o mesmo nível de produção, em benefício dos mais desfavorecidos (Cohen, 2008, 90; Atria & Michelon Jr., 2007, 215) – satisfazendo a preferência de todos os cidadãos igualitaristas por uma distribuição igual (na realidade, isso viola outra premissa da teoria de Rawls – do desinteresse mútuo).

O problema é que não vivemos em tal mundo, não temos qualquer ideia de como chegar até ele e, mesmo que isso ocorresse, não saberíamos como mantê-lo de forma estável – ele cria um risco moral que indivíduos egoístas poderiam explorar em benefício próprio. Por outro lado, também não vivemos num mundo sem qualquer preferência intrínseca (moral ou não) por igualdade; Binmore (2005, 143-45) aduz que essa é uma preferência natural, que evoluiu em sociedades pré-históricas, a partir de práticas sociais como a divisão de comida. Isso condiz com a análise de Gintis (2006, 11-15) sobre a existência de equilíbrios cooperativos em simulações da “tragédia dos comuns”, indicando a existência de uma “reciprocidade forte” - i.e., um viés pró-cooperação, contrário ao auto-interesse, em uma ampla parcela da população. Essa parece ser uma característica esperada quando interpretamos a dinâmica evolutiva como operando sobre conjuntos de estratégias (que, em simulações, instanciam um algoritmo), e não sobre indivíduos biológicos.

<sup>10</sup> Na realidade, uma das vantagens do princípio da diferença é que ele seria Pareto-eficiente (Rawls, 1971, 59).

*most fully realized* (Rawls, 1971, 463; cf. Cohen, 2001, 126). A teoria da justiça também não seria afetada se admitirmos que a discussão política sobre o sistema tributário, o sistema financeiro, a seguridade social, etc., pode apelar para outros princípios, como alguma noção compartilhada de responsabilidade<sup>11</sup>, de mérito ou necessidade, desde que se respeitem os limites da razão pública – i.e., que os argumentos dessa discussão procedam de “razões ou premissas que, razoavelmente, pensamos que outros poderiam aceitar para conclusões que eles, também razoavelmente, poderiam aceitar” (Freeman, 2004, 1-2, trad. livre). Isso tira força tanto da crítica a partir do argumento do incentivo, quanto da objeção de que não há sociedade justa sem alguma forma de ethos igualitário – o cerne da crítica de Cohen (2008, 116; 2011, 246-47) à ideia de que os princípios de justiça se restringem à estrutura básica.

Portanto, conclui-se que, ainda que o argumento do incentivo possa dar a “primeira palavra” – e quiçá a mais importante – em discussões sobre distribuições, isso não implica que ele seja a última: outros princípios, que se apresentem de acordo com a razão pública, devem ser considerados.

### **3. Garantia implícita e risco moral**

Nosso problema inicial, ilustrado pelo *The Last Laugh*, trata da justificação do *bail-out* – e da polêmica redistribuição de recursos que ele implica. Vimos supra a possibilidade de ele ser defendido a partir do argumento do incentivo: uma vez que crises sistêmicas são ainda mais danosas para a população em pior situação, é justificado utilizar recursos para evitá-las, ainda que isso implique favorecer os que estão em melhor situação. Contudo, a objeção do teste interpessoal destaca o risco de que esse argumento possa sofrer abuso.

A questão remete ao *trade-off* entre o problema da seleção adversa e o do risco moral na teoria econômica sobre design de mecanismos (Myerson, 2008, 590). Trata-se de duas formas de restrição informacional; no caso do risco moral (associado a atividades em que parte dos riscos é suportada por indivíduos que não tomam a respectiva decisão – e.g., empreendimentos garantidos por seguro, ou empresas estatais), gestores com pouco a perder não têm incentivos para minimizar custos nem aumentar a produção. Na seleção adversa (presente em contextos em que os riscos graves recaem sobre os tomadores de decisão – de modo que agentes aversos a risco se retiram da atividade), os gestores têm incentivos demais para manipular ou omitir informações a fim de minimizar suas perdas e maximizar seus ganhos pessoais<sup>12</sup>.

Em nosso exemplo, a ausência de uma garantia em relação a créditos de instituições insolventes implicaria seleção adversa: ou investidores prudentes reduziriam suas exposições, ou as instituições teriam de oferecer maiores prêmios de risco. Na verdade, mesmo essa situação é improvável, pois não é crível que, dada a ameaça de uma crise sistêmica, o governo se abstinhasse de intervir, caso uma instituição sistemicamente relevante estivesse em risco – o que implica a garantia implícita de instituições “grandes demais para falir”<sup>13</sup>. Mas isso leva ao risco moral exposto

<sup>11</sup> Pelo contrário, é pela capacidade de assumir responsabilidade inclusive por seus fins (suas preferências) que os cidadãos são vistos como mais do que “passivos portadores de desejos” (Rawls, 2005, 186).

<sup>12</sup> Ou mesmo os ganhos da firma – o que pode ser incentivado pela cultura corporativa: *Some corporate cultures actively conceal their flaws and irregularities, not only from the public or from regulators but also from others within the corporation itself because of the risk that wider knowledge of these issues might undermine the firm's position* (Lo, 2015, 30).

<sup>13</sup> A economia americana teria pagado caro com a recusa em socorrer o Lehman Brothers (Posner, 2010, 6), que foi o estopim de uma crise mundial nos mercados financeiros. Na realidade, o que Greenspan (2013, 16-17) chama de “exuberância irracional” pode ser associado às noções de risco moral e seleção adversa: a “euforia” guarda relação com o risco moral – em ambos os casos, investidores agem de maneira pouco sensível ao risco de perda; já o “pânico” corresponde à seleção adversa: investidores temerosos demandam prêmios de risco altos demais.

em *The Last Laugh*, que constitui uma potencial ameaça à estabilidade e à justiça de nossas instituições; poderíamos “internalizar” tal externalidade<sup>14</sup> sem alterações drásticas no sistema financeiro?

A abordagem prudencial da regulação assim recomenda:

*Banks finance themselves with government-insured deposits. While deposit insurance has the valuable effect of preventing runs [...], it creates an incentive for bank managers to take excessive risks, knowing that losses will be covered by the taxpayer. The goal of capital regulation is to force banks to internalize losses, thereby protecting the deposit insurance fund and mitigating moral hazard. Thus, if the probability of the deposit insurer bearing losses is reduced to a low enough level, microprudential regulation is doing its job (Hanson, Kashyap & Stein, 2011, 4).*

Ela é análoga, pois, ao princípio do poluidor pagador, que recomenda precificar o custo (individual ou social) causado pela poluição e estabelecer meios para que o poluidor a compense por meio de indenizações (como sugere Nozick, 1993, 79-80) ou mesmo por tarifas ou por um mercado de direitos de emissão negociáveis (Tirole, 2013, 38)<sup>15</sup>. Nessa linha, as instituições financeiras devem contribuir para fundos garantidores na medida do risco a que os expõem – algo afim a uma “taxa pigouviana”. Analogamente, exige-se maior capital social de acordo com uma função que pondera o risco dos ativos da respectiva instituição – i.e., o regulador torna o ativo mais “caro” para o acionista, de acordo com a probabilidade de default. Onde o risco social relacionado à instituição estaria (ou deveria estar) devidamente precificado.

Soluções para “internalizar externalidades” podem ser associadas ao teorema de Coase: na ausência de custos de transação, e na presença de um livre mercado com direitos de propriedade bem definidos em relação às externalidades, a barganha levaria a um resultado eficiente (Coase, 1991, 436). Logo, se pudéssemos estabelecer um sistema de direitos disponíveis (como propriedades) entre indivíduos racionais num mercado sem tais custos, então não precisaríamos nos preocupar com proibições. Mas economistas são os primeiros a reconhecer que as condições para aplicação do teorema raramente estão presentes no mundo real, como destacado pelo próprio Coase (1960, 43-44; 1991, 436). Restrições informacionais (como a seleção adversa, o risco moral

---

Cabe notar que o argumento a seguir independe de uma relação causal entre a existência de instituições “grandes demais” e risco moral; mesmo que este seja causado por outros fatores, a perspectiva de punição poderia constituir um desincentivo eficaz.

<sup>14</sup> Uma definição informal e prática de externalidades negativas: *a certain class of unintended, harmful side effects, things that happen because they produce benefits to some corporation and that are not stopped because the corporation in question is not where the bad effects are felt* (Passos & Goodwin, 2005, 3).

<sup>15</sup> No limite, a ambição de que os agentes devem ser adequadamente responsáveis pelos custos de oportunidade de suas decisões leva a uma teoria da justiça distributiva como igualdade de recursos: *Equality of resources [...] offers the idea of a fair distribution of opportunity costs, not as derivative from other reasons for allowing deviation from flat equality but as itself a reason for deviating and limiting the scope of such deviation. It defines true opportunity costs recursively as those measured by prices in a market in which all have equal resources and in which insurance against risks of different sorts is marketed on equal terms. The yield of that market then structures, through taxation and redistribution, future markets in which prices set true opportunity costs. So the ambition to make people responsible for their choices is at work in that conception of distributive justice right from the start* (Dworkin, 2011, 479).

Poderíamos discutir amplamente sobre as divergências entre as concepções de igualdade de Rawls (a cujos princípios de justiça se chega por meio do exercício da razão instrumental num contexto idealizado), Dworkin (para quem a igualdade é satisfeita por uma distribuição igual de recursos, tendo em vista a necessidade fundamental de respeitar a responsabilidade dos indivíduos por suas escolhas) e Cohen (cuja concepção de igualdade, em última análise, incorpora o princípio marxista “de cada um segundo sua capacidade, a cada um segundo sua necessidade”). No entanto, isso fugiria demais ao escopo do presente texto; em especial, a ambição da concepção *dworkiniana* não pode ser adequadamente transplantada para a divisão dos ônus e riscos do sistema financeiro, ao menos num sistema econômico afim ao atual: instituições financeiras não podem compensar-nos plenamente (ao menos não sem transferir o respectivo ônus aos clientes) pelo custo de oportunidade gerado pelo risco sistêmico – o melhor que podemos fazer no lugar disso é mitigá-lo mediante uma estrutura regulatória adequada.

e os limites cognitivos naturais dos indivíduos reais) equivalem a custos de transação que não podem ser completamente afastados (Myerson, 2008, 131); em tal cenário, um sistema de compensações pode ser inferior a um sistema que as mistura a proibições e regulação: *Transactions costs typically imply that the private system does not eliminate all externalities and risks. The resulting second-best outcome may be improved by an alternative system of public insurance, regulation and punishment of offenders* (Hansson & Skogh, 1987, 143).

Não se trata de uma diferença marginal entre a realidade e a teoria que usamos; nesse caso, os aspectos omitidos (custos de transação) são essenciais para a própria função da teoria<sup>16</sup>. Mercados são instituições para possibilitar trocas – para o “encontro” entre oferta e demanda (Herzog, 2017, 4); restrições delimitam os “contornos” dentro dos quais as transações podem ocorrer (inclusive a proscrição básica de “trapaça”)<sup>17</sup>. Donde o problema com modelos de análise econômica que pressupõem ausência de restrições informacionais: não fosse a grave incerteza e as assimetrias informacionais dos mercados reais, os agentes não teriam incentivo para buscar novas informações e possíveis oportunidades de arbitragem – assim as esgotando e agregando nova informação ao mercado (Grossman & Stiglitz, 1980, 393); trata-se do “paradoxo dos mercados eficientes” (Lomasky, 2011, 150). Traçando uma analogia com a física, pode ser racional desconsiderar o atrito quando se calcula uma queda livre de curta distância; mas essa variável é fundamental para deslocamentos horizontais, como caminhada, patinação e automobilismo: um patinador que lamentasse a existência do atrito simplesmente ignoraria o princípio básico que torna possível sua atividade<sup>18</sup>.

Outrossim, economistas reconhecem que há regras sociais relativas a outros aspectos da vida em comum (e.g., a repugnância moral em relação a alguns tipos de transações<sup>19</sup>, como vendas de órgãos– Roth, 2007, 47). Isso implica outros limites à ideia de compensação: tratar algumas

---

<sup>16</sup> Numa situação hipotética onde vingasse o *laissez-faire* extremo, qual seria a função da análise econômica do direito? “This approach inevitably leads to a looseness of thought since the nature of the alternatives being compared is never clear. In a state of *laissez-faire*, is there a monetary, a legal or a political system and if so, what are they? In an ideal world, would there be a monetary, a legal or a political system and if so, what would they be? The answers to all these questions are shrouded in mystery and every man is free to draw whatever conclusions he likes. Actually very little analysis is required to show that an ideal world is better than a state of *laissez faire*, unless the definitions of a state of *laissez faire* and an ideal world happen to be the same. But the whole discussion is largely irrelevant for questions of economic policy since whatever we may have in mind as our ideal world, it is clear that we have not yet discovered how to get to it from where we are” (Coase, 1960, 43).

De forma análoga, teorias utópicas têm pouca (ou nenhuma) relevância para a filosofia prática; e.g., como aduz Williams (2005, 163) se todos fossem perfeitamente altruístas, a investigação moral seria desnecessária – nesse sentido, a noção de circunstâncias da justiça (escassez moderada, altruísmo limitado) apontadas por Rawls (1971, §22): sem elas, a justiça seria impossível ou desnecessária.

<sup>17</sup> *Stock and produce exchanges are often used by economists as examples of perfect or near-perfect competition. But these exchanges regulate in great detail the activities of traders (and this quite apart from any public regulation there may be). What can be traded, when it can be traded, the terms of settlement and so on are all laid down by the authorities of the exchange. There is, in effect, a private law. Without such rules and regulations, the speedy conclusion of trades would not be possible* (Coase, 1991, 437).

No limite, a moderna ambição de *smart contracts* (baseados em *blockchains*) de que *code is law*: que todas as regras estejam incluídas dentro dos algoritmos que representam as transações – substituindo ao máximo a necessidade de *enforcement* externo (i.e., por parte de pessoas). Um exemplo a sugerir ceticismo sobre essa ambição é o da *The DAO (Decentralized Autonomous Organization)*, um tipo digital de fundo de investimento de capital de risco (*venture capital fund*) instanciado no *blockchain* do *Ethereum*; em junho de 2016, menos de um mês após seu lançamento, usuários exploraram uma vulnerabilidade no código para transferir US\$ 50 milhões para suas próprias contas – alegando que não haviam quebrado qualquer lei, já que a DAO não é sediada em nenhum país, nem se submete a qualquer regulação.

<sup>18</sup> Evocando uma metáfora *wittgensteiniana*: *We have got onto slippery ice where there is no friction and so in a certain sense the conditions are ideal, but also, just because of that, we are unable to walk. We want to walk so we need friction.* (Wittgenstein, 1953, §107).

<sup>19</sup> Isso não significa que a repugnância em si seja justificada, nem que seja uma justificativa para proibir a transação (muito pelo contrário, a ética pode demandar ação política para mitigar os efeitos dessa repugnância – e.g., se ela decorrer de preconceito); o ponto é que *mesmo sem considerar a justificativa moral da transação*, a repugnância deve ser encarada como um custo de transação, afetando o funcionamento desse mercado.

relações sociais como transações pode levar a um resultado sub-ótimo porque se trata de atividades cujo valor é diminuído pelo ato de transacionar (Tirole, 2013, 39). Sandel, usando um exemplo de Gneezy & Rustichini (2000, 3), assim argumenta para distinguir tarifas e multas:

A study of some child-care centers in Israel shows how this can happen. The centers faced a familiar problem: parents sometimes came late to pick up their children. A teacher had to stay with the children until the tardy parents arrived. To solve this problem, the centers imposed a fine for late pickups. What do you suppose happened? Late pickups actually increased.

[...] Introducing the monetary payment changed the norms. Before, parents who came late felt guilty; they were imposing an inconvenience on the teachers. Now parents considered a late pickup as a service for which they were willing to pay. They treated the fine as if it were a fee. (Sandel, 2012, 43)

No exemplo, o fato de a escola estar sendo adequadamente remunerada pelo atraso paterno relaxa a pressão social pela pontualidade; mas tal arranjo negligencia justamente os interesses das crianças – que deveriam ser a parte interessada mais relevante em contextos do tipo (Tirole, 2013, 38). Não é que normas sociais, como a reprovação ao atraso, escapem à noção de escolha racional; mas elas demandam uma consideração distinta do usual “jeito econômico de ver o comportamento” (Becker, 1993)<sup>20</sup>. Elas abrangem noções deontológicas como direitos e restrições (*constraints*) e o caráter preemptivo de regras sociais e de ordens de autoridades – em contraste com o caráter opcional de ameaças e conselhos (Migotti, 2015, 389). Ao menos na maioria das sociedades que conhecemos, a conexão entre as noções de obrigação, reprovação e sanção são profundas, e expressadas em conjunto:

Isso nos leva ao problema da ausência de sanções para financistas, talvez “the most important legacy of the Great Recession. Absent individual prosecutions for criminal behavior, agents face a moral hazard, with the cost borne by principals (shareholders) and society”<sup>21</sup> (Murray, Manrai & Manrai, 2017, 186). Tal fato contribuiu para a alienação e a falta de confiança do público em relação às instituições econômicas e políticas – cujas consequências, pode-se arguir, ainda estão presentes (Lanchester, 2017, n. p.). Não deveríamos subestimar o apelo psicológico da ausência de sanção; tal importância pode ser exemplificada pela recorrência do tema em tragédias gregas que se desenrolam em torno de tramas de vingança e expiação, como na *Oresteia*, em Édipo Rei e na Antígona.

Nosso argumento, porém, não apela para uma posição moralista, nem retributivista: não é somente porque o público demanda a responsabilização, com base em intuições morais, que o

<sup>20</sup> Novamente, isso não é novidade para economistas:

[...]it is, of course, desirable that the choice between different social arrangements for the solution of economic problems should be carried out in broader terms than this and that the total effect of these arrangements in all spheres of life should be taken into account. As Frank H. Knight has so often emphasized, problems of welfare economics must ultimately dissolve into a study of aesthetics and morals (Coase, 1960, 44).

<sup>21</sup> Ora defendemos a previsão de sanções individuais, ou de mecanismos afins com finalidade dissuasória; é exagerado, porém, concluir que as instituições financeiras não sofreram qualquer sanção ou impacto após a crise; além do dano de imagem, foram-lhes imputadas diversas multas nos anos seguintes:

In 2014, the US Justice Department collected a record \$24.7 billion in fines and penalties from banks and other financial institutions for fraud and misconduct in connection with the 2008 financial crisis, and this was on top of the \$21 billion it had already collected from 2012 through 2013 [...] and by October the grand total collected by US federal and state authorities since the financial crisis began had risen to a whopping \$204 billion (Cox 2015). And this does not include the fines imposed by various European regulators, which have also been substantial (see Sterngold 2014). (Reiff, 2017, 125).

sistema jurídico deve implementá-la. Na realidade, pode-se sugerir o inverso: tais intuições morais decorrem de uma forma de altruísmo punitivo (a ideia de que se devem punir desvios da norma social, mesmo que isso acarrete custos), que evoluiu junto com nossas práticas de cooperação a fim de mitigar o risco moral e a existência de *free riders* (Gintis, 2006, 11-12); portanto, a permanência da reprovação moral à ausência de punição é um sinal (mas não uma demonstração) de que ainda há um problema de risco moral (em sentido técnico: moral *hazard*) a ser resolvido.

O que o estado de direito opera é uma transformação do altruísmo punitivo intuitivo num sistema de justiça com sanções condicionadas a um devido processo – algo análogo à transformação das *Erínias*, as “Fúrias”, no drama de Ésquilo (1996) Na peça, as repulsivas divindades da vingança perseguem Orestes para castigá-lo pelo assassinato de sua mãe, Clitemnestra, até que a deusa Atena as convence a submetê-lo a um júri de cidadãos, os quais o inocentam. Inicialmente, elas se ressentem do resultado e ameaçam amaldiçoar a terra, mas acabam sendo persuadidas a proteger a cidade como “guardiãs da justiça”; o que as leva a uma transformação em aparência (deixam de ser abjetas) e em caráter (sua raiva é contida), donde passam a ser chamadas de “Bondosas” (*Eumenides*), como destacado por Nussbaum:

Aeschylus shows that a democratic legal order can't just put a cage around retribution, it must fundamentally transform it from something hardly human, obsessive, bloodthirsty, to something human, accepting of reasons, something that protects life rather than threatening it. The Furies are still needed, because this is an imperfect world and there are always crimes to be dealt with. But they are not wanted or needed in their original form. They must become instruments of justice and human welfare. The city is liberated from the scourge of vindictive anger, which produces civil strife. In its place, the city gets forward-looking justice. (Nussbaum, 2017, n. p.)

### 3.1 Supervisão e risco moral

Punições são *prima facie* ineficientes, pois, ao invés de uma transferência de recursos, há apenas a imposição de custos ao próprio sujeito (a pena) e àqueles que se encarregam de aplicá-las. No entanto, é uma das estratégias sugeridas para mitigar o risco moral; Greenspan<sup>22</sup>, citando Hugh McCullough, primeiro Controlador da Moeda americano, aduz que não há risco moral caso a lei seja:

emendada de modo que a falência de um banco nacional seja declarada *prima facie* fraudulenta, e que os diretores e executivos sob cuja administração tal insolvência ocorra sejam considerados pessoalmente responsáveis pelas dívidas do banco, e sejam criminalmente punidos, a menos que da investigação se conclua que seus negócios foram honestamente administrados (Greenspan, 2013, 110).

As disposições correspondentes do direito brasileiro se aproximam dessa proposta: a Lei nº 6.024/1974 considera os gestores solidariamente responsáveis (desviando, pois, do princípio da responsabilidade limitada) pelo passivo da instituição<sup>23</sup>, e a Lei nº 7.492/1986 considera crime a

<sup>22</sup> Na verdade, essa não é a medida favorecida por Greenspan; ele sugere que seria preferível que bancos deixassem de ser companhias abertas e voltassem a ser sociedades fechadas (*partnerships*) – pois isso aproximaria o acionista da gestão da sociedade e o faria responsabilizar-se por ela. No entanto, isso implica perder as vantagens de companhias abertas em aspectos como transparência e sensibilidade à disciplina de mercado; além disso, se o sócio só responde pelo capital em risco, permanece o risco moral associado ao problema da “pele em jogo”.

<sup>23</sup> Embora a redação do dispositivo seja dúbia (contendo, inclusive, um aparente erro tipográfico):

gestão temerária de instituições financeiras; ainda, cada liquidação é acompanhada por uma comissão de inquérito encarregada de investigar as causas do evento – algo afim à comissão de investigação independente sugerida por Lo (2009)<sup>24</sup>. Todavia, ainda que o sistema financeiro haja se mostrado resistente a *diversas* crises bancárias (v. Lundberg, 1999, 2 e s.), isso não o tornou imune a risco moral – ou elas dificilmente teriam ocorrido.

O problema é que a proposta de McCullough se restringe ao caso da liquidação de uma instituição; conforme exposto supra, as autoridades têm incentivos e instrumentos para prevenir a liquidação de uma instituição em dificuldades – e. g., financiando sua aquisição por outra, como no caso do Bear Sterns, adquirido pelo J. P. Morgan em 2008. Mas isso agrava a concentração do mercado, como ocorreu na Crise: *The failing banks were eaten by surviving banks, with the result that the surviving banks are now bigger, and the too big to fail problem is worse* (Lanchester, 2017, n. p.). Logo, mantém-se o risco moral, porquanto improvável a liquidação<sup>25</sup> de uma instituição que ofereça risco sistêmico – o caso do Lehman Brothers foi a “exceção que confirma a regra”: a corrida bancária que se seguiu à sua quebra levou as autoridades americanas a esforços inéditos para evitar outras falências e recuperar a economia (Posner, 2010, 6).

Ainda, restringir a punição a instituições insolventes implicaria incentivar a utilização de critérios contábeis e a realização de investimentos intencionalmente duvidosos (e, no limite, de fraudes), além da adoção de atitudes pró-cíclicas (como “liquidações” – *fire sales* – de ativos com preços em queda), agravando o risco de crise sistêmica. Afinal, ao reconhecerem a possibilidade de quebra da instituição, os gestores terão mais um incentivo para mantê-la operando a qualquer custo – mesmo que isso implique adotar critérios contábeis especiais e realizar transações apenas para

---

“Art. 40. Os administradores de instituições financeiras respondem solidariamente pelas obrigações por elas assumidas durante sua gestão, até que se cumpram.

Parágrafo único. A responsabilidade solidária se circunscreverá ao montante e [sic] dos prejuízos causados”.

Primeiro, o *caput* sugere uma aplicação anômala da noção de responsabilidade objetiva; por isso, a jurisprudência nacional considera que se trata de responsabilidade subjetiva, mas com presunção *juris tantum* (STJ, REsp 819217-RJ, Rel. Min. Massami Uyeda, 3ª Turma, DJe 06/11/2009). Segundo, as noções de prejuízo (associada a ativos que resultaram em perda) e de obrigações (passivos) são completamente distintas; e.g., suponha que, na gestão A, uma instituição aceite uma quantidade qualquer de depósitos, e que, na gestão seguinte B, use esses recursos para conceder créditos de forma negligente, o que resulta em insolvência: a gestão B é a causadora dos prejuízos, mas foi a gestão A que assumiu as respectivas obrigações.

<sup>24</sup> Uma importante diferença, contudo, é que as comissões de inquérito são formadas por servidores do Banco Central, nomeados por este – o que comprometeria sua independência em relação ao regulador.

<sup>25</sup> Um temor correlato é o de que instituições “grandes demais para falir” também se hajam tornado grandes demais para punir/processar, escapando a sanções. Por exemplo, o art. 11 da Lei nº 13.506/2017 outorga ao BCB a faculdade de “deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o processo administrativo destinado à apuração de infração” – desde que a infração não seja tipificada como grave, e a instituição se comprometa a cessar a prática sob investigação ou os seus efeitos lesivos. O problema é que “o termo de compromisso não importará em confissão quanto à matéria de fato, nem em reconhecimento da ilicitude da conduta analisada”.

Esse instituto é inspirado nos acordos (*settlement agreements*) sem admissão de ilicitude firmados pela *Security and Exchange Commission* (SEC), e pelo compromisso de cessação (aplicável à defesa da concorrência) introduzido na legislação nacional no art. 53 da Lei nº 8.884/1994. Nestes dois casos, porém, tal prática tornou-se malvista, pois não seria suficientemente dissuasória: a SEC tem, via de regra, incluído cláusulas de admissão de responsabilidade nos seus acordos (Schwab, 2014, 33), e o art. 85 da Lei nº 12.529/2011 (que substituiu a Lei nº 8.884/1994) não faz previsão expressa da não admissão de ilicitude.

Parte do problema é a lacuna epistêmica sobre os verdadeiros efeitos incapacitatórios e dissuasórios da punição – afinal, não podemos fazer estudos randômicos controlados com potenciais infratores. Mesmo na justiça criminal, isso é objeto de polêmica – Roodman (2018, n. p.) faz uma extensa análise de estudos sobre a deterência do encarceramento, concluindo que falham em demonstrar tal efeito. Estudos que o confirmam enfatizam, na realidade, que o incremento da probabilidade de punição tem um impacto muito maior que o incremento da sua gravidade (Bun et al., 2016, 2303).

esconder as perdas (a exemplo do uso do ardil do Repo 105 por parte do Lehman Brothers<sup>26</sup>), ou contaminar o mercado e agravar a probabilidade de crise sistêmica (como no exemplo do filme *Margin Call*, de 2011, em que um banco de investimentos liquida todos os seus derivativos associados à hipotecas, levando a uma crise no respectivo mercado).

Portanto, a única maneira de assegurar que a expectativa de punição sirva como dissuasão é se houver a possibilidade de responsabilização antes da insolvência da instituição ou da ocorrência de crise<sup>27</sup>. Isso demanda a manutenção de uma estrutura de regulação e de supervisão robusta; em especial, demanda normas que permitam atribuir responsabilidades não só à pessoa jurídica, mas também a indivíduos. Trata-se de um aspecto enfatizado pelo *Financial Stability Board*, que sugere que as instituições devem ter um “mapeamento de responsabilidades” individuais: *Increasing individual accountability and responsibility can facilitate both ex ante prevention and remediation and more effective enforcement actions on individuals as well as firms* (FSB, 2017, 7).

Cabe ressaltar, porém, duas sérias desvantagens desta conclusão:

- a) Essa estrutura é um ônus para a economia (Haldane & Madouros, 2013, 456) – o custo de observância não apenas implica menor eficiência do sistema (afinal, é um custo de transação), mas também serve de barreira à entrada de novos agentes, agravando a concentração no setor regulado e, indiretamente, incentivando a sua substituição por serviços não regulados (o *shadow banking*);
- b) Essa estrutura implica outorgar competências às autoridades de regulação e de supervisão – o que suscita considerações sobre concentração de poderes, captura regulatória, controle e legitimidade política<sup>28</sup>. Isso pode ser exemplificado pelo Banco Central do Brasil, que tem competência para supervisionar e regular o sistema financeiro (Lei nº 4.595/1964), suspender as atividades de instituições financeiras por insolvência ou pela prática reiterada de infrações (Lei nº 6.024/1974) e instaurar processos para aplicar àquelas e a seus gestores sanções administrativas – como multa, cassação da autorização para funcionar e inabilitação para ocupar cargo de administrador no setor (Lei nº 13.506/2017). Outrossim, embora não tenha atribuição

---

<sup>26</sup> “Some corporate cultures actively conceal their flaws and irregularities, not only from the public or from regulators but also from others within the corporation itself because of the risk that wider knowledge of these issues might undermine the firm’s position. For example, let us look at Lehman Brothers’ use of the “Repo 105” accounting trick. Briefly, this was a repo, or repurchase agreement, valued at \$1.05 for every dollar, that was designed to look like a sale. Lehman Brothers paid more than five cents on the dollar to temporarily pay down the liabilities on its balance sheet before it repurchased the asset. The firm used this accounting trick in amounts totaling \$50 billion in late 2007 and 2008 to give itself a greater appearance of financial health—which, of course, was ultimately a failure. [...]Lehman Brothers omitted its use of Repo 105 in its quarterly disclosures to the SEC and also neglected to tell its outside disclosure counsel” (Lo, 2015, 30).

<sup>27</sup> No limite, isso implicaria a definição de “infrações de mera conduta” (nas quais basta verificar a realização da conduta proibida, sem necessidade de que se concretize o risco que a lei busca prevenir); de fato, a jurisprudência atual tende a considerar a gestão temerária um crime de mera conduta (STF, HC 87.440/GO, Rel. Min. Carlos Britto, DJ 02.03.2007). Mas nosso argumento é mais fraco: a norma pode exigir que se prove a ocorrência de perdas ao investidor ou sócio (ou a instituições garantidoras), ainda que não se verifique a ocorrência de insolvência ou crise sistêmica.

<sup>28</sup> Não apenas por considerações de *pura* moralidade política, mas também econômicas:

[...]the politics that we see operating everywhere else around us also determines whether societies suffer repeated banking crises (as in Argentina and the United States), or never suffer banking crises (as in Canada). [...] We mean [...] the way that the fundamental political institutions of a society structure the incentives of politicians, bankers, bank shareholders, depositors, debtors, and taxpayers to form coalitions in order to shape laws, policies, and regulations in their favor – often at the expense of everyone else. In this view, a country does not ‘choose’ its banking system: rather it gets a banking system that is consistent with the institutions that govern its distribution of political power (Calomiris & Haber, 2015, 4).

para julgar ou oferecer denúncias sobre processos criminais, também tem a atribuição de informar a ocorrência de crimes financeiros ao Ministério Público e a faculdade de atuar como assistente da acusação (arts. 26 e 28 da Lei nº 7.492/1986).

Nosso escopo no presente texto, porém, não contempla tais objeções – em especial, porque a abordagem prudencial da regulação produz efeitos afins (custo regulatório e outorga de poderes a reguladores insulados da política). Ora nos limitamos à discussão sobre a necessidade de “salvar” instituições a fim de evitar crises sistêmicas (com fundamento no argumento do incentivo) e sobre a necessidade de estabelecer instrumentos coercitivos para mitigar o conseqüente risco moral. Para tratar das objeções supra, seria necessário investigar se (i) elas não são plenamente compensadas pela maior estabilidade econômica (em tese) oferecida por uma estrutura adequada, e (ii) se não existem maneiras de mitigá-las – e.g., agindo diretamente sobre a concentração de mercado ou adotando uma regulação mais favorável à entrada de novos agentes e de instituições que não ofereçam risco sistêmico (o que já ocorre), ou estabelecendo controles e repartindo as competências do regulador.

#### 4. Conclusão

Começamos com o problema de justiça distributiva gerado pelo *bail-out*: como pode ser justificado transferir recursos dos mais necessitados para banqueiros e investidores? Ao menos no sistema que ora temos, isso é uma consequência do argumento do incentivo. Defendemos esse argumento contra as críticas de G. Cohen – reconhecendo, porém, o peso moral destas (em especial, a atenção a considerações morais no desenho de instituições).

Com isso, afastamos o argumento de que a assunção de riscos por instituições financeiras é um problema apenas para os seus respectivos investidores. Ainda, arguimos que o estabelecimento de limites prudenciais (i.e., a imposição de custos, como capital, para investimentos arriscados) não é suficiente para mitigar o risco moral gerado pelo estabelecimento de garantias contra o risco sistêmico; isso nos levou à defesa do estabelecimento de normas coercitivas dissuadindo a assunção de riscos em excesso – e de sua aplicação mesmo antes da ocorrência dos riscos que procuram evitar (i.e., da insolvência de instituições ou da ocorrência de crise).

O que poderia, enfim, ser dito como resposta ao banqueiro de *The Last Laugh*? Podemos reconhecer que o que ele diz é verdade: que são as economias do público em geral que sofrem com crises financeiras; e que, justamente por isso, ele não deveria dirigir uma instituição financeira – pois seus gestores deveriam estar cientes de sua responsabilidade especial perante o público. Caberia ao direito e às instituições de regulação e supervisão lembrá-los disso.

#### 5. Agradecimentos

A boa pesquisa acadêmica é um empreendimento colaborativo. Por isso, gostaria de expressar minha gratidão às pessoas que leram versões anteriores do manuscrito, em especial: (a) aos colegas da Supervisão e da Rede de Pesquisa do Banco Central do Brasil; (b) aos ex-colegas do Programa de Pós-Graduação em Filosofia da UFRGS; (c) por fim, aos revisores anônimos, cujas críticas e sugestões melhoraram este texto substancialmente.

## 6. Referências

- AESCHYLUS. (1996). *Eumenides*. Translation: E. D. Morshead. Cambridge, Mass.: Internet Classics Archive. Disponível em: <classics.mit.edu/Aeschylus/eumendides.html>
- ATRIA, F.; Michelon Jr.; C. F. (2007). **Una crítica al principio de diferencia**. In: Squella, A. (Org.). *Filosofía y Política en Rawls*, Valparaíso: Edeval, v. 1, pp. 214-231.
- BECKER, G. S. (1993). **Nobel Lecture: The Economic Way of Looking at Behavior**. *Journal of Political Economy*, 101(3), 385-409. doi:10.1086/261880
- BINMORE, K. G. (2005). *Natural Justice*. Princeton: Princeton University Press.
- BORAK, Donna (2017). **House votes to kill Dodd-Frank. Now what?** *CNN Money*, 8 de junho de 2017. Disponível em: <https://web.archive.org/web/20171129194402/http://money.cnn.com/2017/06/08/news/economy/house-dodd-frank-repeal/index.html>
- BUN, M.; Kelaher, R.; Sarafidis, V; Weatherburn, D. (2020). **Crime, deterrence and punishment revisited**. *Empirical Economics*. 59: 2303-2333. doi:10.1007/s00181-019-01758-6.
- CALOMIRIS, C.; Haber, S. H. (2015). *Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*. Princeton: Princeton University Press.
- COASE, R. H. (1960). **The Problem of Social Cost**. *The Journal of Law & Economics*, 3, 1-44. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/724810>>
- COASE, R. H. (1991). **The Institutional Structure of Production**. *Journal des Économistes et des Études Humaines*, 2(4): 431-440. doi:10.1515/jeeh-1991-0401
- COHEN, G. A. (2001) *If You're an Egalitarian, How Come You're so Rich?*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- COHEN, G. A. (2008) *Rescuing Justice and Equality*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- COHEN, G. A. (2011). *On the Currency of Egalitarian Justice, and Other Essays in Political Philosophy*. Princeton: Princeton University Press.
- DWORKIN, R. (2011). *Justice for Hedgehogs*. Cambridge, Massachussets: Belknap Press (Harvard University Press).
- FERREIRA, I. S. M. (2012). **Lei determina atuação complementar entre BC e FGC**. Artigo publicado na página da internet do Consultor Jurídico (ConJur). Disponível em: <[www.conjur.com.br/2012-jun-11/isaac-ferreira-lei-determina-atuacao-complementar-entre-bc-fgc](http://www.conjur.com.br/2012-jun-11/isaac-ferreira-lei-determina-atuacao-complementar-entre-bc-fgc)>.
- FIELDING, E.; Lo, A. W.; Yang, J. H. (2011). **The National Transportation Safety Board: A Model for Systemic Risk Management**. *Journal of Investment Management (JOIM)*, Abril/2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1804613>
- FOX, J. and Lorsch, J. W. (2012), **What good are shareholders?** *Harvard Business Review*, Vol. 90 No. 7/8, pp. 48-57. Disponível em: <[hbr.org/2012/07/what-good-are-shareholders](http://hbr.org/2012/07/what-good-are-shareholders)>

- FREEMAN, S. R. (2004). **Public Reason and Political Justifications**. *Fordham L. Rev.* 72, pp. 2021-72. Disponível em: <<http://ir.lawnet.fordham.edu/flr/vol72/iss5/29>>
- FSB - Financial Stability Board. (2017). **Stocktake of efforts to strengthen governance frameworks to mitigate misconduct risks**. Progress Report, May 23, 2017. Disponível em: <<http://www.fsb.org/2017/05/stocktake-of-efforts-to-strengthen-governance-frameworks-to-mitigate-misconduct-risks/>>
- GINTIS, H. (2006). **Behavioral ethics meets natural justice**. *Politics, Philosophy & Economics*, 5(1), 5-32. doi:10.1177/1470594x06060617
- GNEEZY, U.; Rustichini, A. (2000). **A Fine is a Price**. *The Journal of Legal Studies*, 29(1), 1-17. doi:10.1086/468061
- GREENSPAN, A. (2013). **O mapa e o território: Risco, natureza humana e o futuro das previsões**. Translation: André Fontenelle e Otacílio Nunes. São Paulo: Penguin, Schwarcz.
- HALDANE, A. G.; Madouros, V. (2013). **Complexity in Financial Regulation**. *The Social Value of the Financial Sector*, 455-463. doi:10.1142/9789814520294\_0024
- HANSON, S. G.; Kashyap, A. K.; Stein, J. C. (2011). **A Macroprudential Approach to Financial Regulation**. *Journal of Economic Perspectives*, 1(25): 3-28. Também in *Chicago Booth Research Paper* No. 10-29. doi:10.2139/ssrn.1708173
- HANSSON, I.; Skogh, G. (1987). **Moral Hazard and Safety Regulation**. *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, 12(43), 132-144. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/41950219>>
- HERZOG, L. (2017). **Introduction: Just financial markets? Finance in a just society**. In Herzog, L. (Ed.) *Just financial markets? Finance in a just society*, Cap. 1, pp. 1-38. Oxford: Oxford University Press.
- LANCHESTER, J. (2017). **After the Fall**. *London Review of Books*, 40(3): 3-8. Online version disponível em: <<https://www.lrb.co.uk/v40/n13/john-lanchester/after-the-fall>>
- LO, A. W. (2015). **The Gordon Gekko Effect: The Role of Culture in the Financial Industry**. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2615625
- LOMASKY, L. E. (2011). **Liberty after Lehman Brothers**. *Social Philosophy and Policy*, 28(2), 135–65. Doi: 10.1017/S0265052510000245
- LUNDBERG, E. (1999). **Saneamento do Sistema Financeiro – a experiência brasileira dos últimos 25 anos**. In Saddy, J. (org.). *Intervenção e Liquidação Extrajudicial no Sistema Financeiro Nacional – 25 anos da Lei 6.024/74*. São Paulo: Texto Novo. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/ftp/saneamento.pdf>>.
- MIGOTTI, M. (2015). **Paying a Price, Facing a Fine, Counting the Cost: The Differences that Make the Difference**. *Ratio Juris*, 28(3), 372-391. doi:10.1111/raju.12088
- MOUNK, Y. B. (2015). **The Age of Responsibility: On the Role of Choice, Luck and Personal Responsibility in Contemporary Politics and Philosophy**. Tese de doutorado em Filosofia apresentada à Universidade de Harvard, Graduate School of Arts & Sciences,

- em dezembro de 2014. Disponível em: <<http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:14226053>>
- MURRAY, N.; Manrai, A. K.; Manrai, L. A. (2017). **The financial services industry and society: The role of incentives/punishments, moral hazard, and conflicts of interests in the 2008 financial crisis.** *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 22(43), 168-190.
- MURRAY, N.; Manrai, A. K.; Manrai, L. A. (2017). **The financial services industry and society: The role of incentives/punishments, moral hazard, and conflicts of interests in the 2008 financial crisis.** *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 22(43), 168-190. Disponível em: <[http://www.scielo.org.pe/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S2077-18862017000200004&lng=es&tlng=en](http://www.scielo.org.pe/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2077-18862017000200004&lng=es&tlng=en)>.
- MYERSON, R. B. (1979). **Incentive Compatibility and the Bargaining Problem.** *Econometrica*, 47(1), 61. doi:10.2307/1912346
- MYERSON, R. B. (2008). **Perspectives on Mechanism Design in Economic Theory.** *American Economic Review*, 98(3), 586-603. Nobel Lecture Prize do dia 8 de dezembro de 2007. doi:10.1257/aer.98.3.586
- NOZICK, R. (1990). *Anarchy, state, and utopia.* Oxford: Basil Blackwell.
- NUSSBAUM, M. (2017). **Powerlessness and the Politics of Blame.** Jefferson Lecture in Humanities no John. F. Kennedy Center for the Performing Arts, em 1º de maio de 2017. Disponível em: <<https://www.law.uchicago.edu/news/martha-c-nussbaums-jefferson-lecture-powerlessness-and-politics-blame>>.
- PARKER, D. C. (2011). *Closing a failed bank: Resolution practices and procedures.* Washington, DC: International Monetary Fund (IMF).
- PASSAS, N., & Goodwin, N. R. (2010). *It's Legal but It Ain't Right: Harmful Social Consequences of Legal Industries.* Ann Arbor, MI: University of Michigan Press.
- PIKETTY, T. (2014). *O capital no século XXI.* Translation: Monica Baumgarten de Bolle. São Paulo: Intrínseca.
- POSNER, R. A. (2010) *The Crisis of Capitalist Democracy.* Cambridge: Harvard University Press.
- QUIGGIN, J. (2018). *Economics in two lessons (forthcoming).* Manuscrito Disponível em: <<https://johnquiggin.com/category/books-and-culture/economics-in-two-lessons/>>.
- QUIGGIN, J. (2010) *Zombie economics: How dead ideas still walk among us.* Princeton: Princeton University Press.
- RAWLS, J. (1971). *A Theory of Justice.* Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.
- RAWLS, J. (2005) *Political Liberalism.* 3ª Ed. New York: Columbia University Press.
- REIFF, M. R. (2017). **Punishment in the executive suite: moral responsibility, causal responsibility, and financial crime.** In Herzog, L. (2017). *Just financial markets? Finance in a just society.* Oxford: Oxford University Press. Chapter Six.

- ROODMAN, D. (2017). **The impacts of incarceration on crime**. San Francisco: Open Philanthropy. Disponível em: <[https://www.openphilanthropy.org/files/Focus\\_Areas/Criminal\\_Justice\\_Reform/The\\_impacts\\_of\\_incarceration\\_on\\_crime\\_10.pdf](https://www.openphilanthropy.org/files/Focus_Areas/Criminal_Justice_Reform/The_impacts_of_incarceration_on_crime_10.pdf)>
- ROTH, A. E. (2007). **Repugnance as a Constraint on Markets**. *Journal of Economic Perspectives*, 21(3), 37-58. doi:10.1257/jep.21.3.37
- SANDEL, M. (2013). **The Moral Economy of Speculation: Gambling, Finance, and the Common Good**. Tanner Lecture on Human Values, Universidade de Utah, 27 de fevereiro de 2013. Disponível em: <[tannerlectures.utah.edu/Sandel%20Lecture.pdf](http://tannerlectures.utah.edu/Sandel%20Lecture.pdf)>
- SANDEL, M. J. (2012). **What money can't buy: the moral limits of markets**. New York: Farrar, Straus & Giroux.
- SCHWAB, G. G. (2014). **SEC changes course: some companies must now admit wrongdoing**. *Journal of Investment Compliance*, 15(1), 33-34. doi:10.1108/joic-01-2014-0005
- SORENSEN, R. A. (1995). **Unknowable Obligations**. *Utilitas*, 7(02), 247-271. doi:10.1017/s0953820800002077
- SORENSEN, R. A. (2017). **Epistemic Paradoxes**. In *The Stanford Encyclopedia of Philosophy* (Fall 2020 Edition). Edward N. Zalta (ed.). Disponível em: <<https://plato.stanford.edu/archives/fall2020/entries/epistemic-paradoxes/>>.
- STIGLITZ, J. E. (2010). **Freefall: America, free markets, and the sinking of the world economy**. New York: W.W. Norton & Co, 2010b.
- TADROS, V. (2013). **The ends of harm: The moral foundations of criminal law**. New York: Oxford University Press.
- TALEB, N. N.; Martin, G. (2012) **How to Prevent Other Financial Crises**. *SAIS Review of International Affairs*, 32(1), 49-60. doi:10.1353/sais.2012.0010
- TIROLE, J. (2016). **Économie du bien commun**. Paris, France: Presses Universitaires de France.
- Tucídides. (1874). **The Peloponnesian War. Translation: Richard Crawley**. Disponível em: <<http://classics.mit.edu/thucydides/pelopwar.5.fifth.html>>
- WILLIAMS, B. (2005). **Moral: uma introdução à ética**. Trad.: Remmo Manarino Filho. São Paulo: Martins Fontes.
- WITTGENSTEIN, L. (1953). **Philosophical Investigations**. Trad.: G.E.M. Anscombe, Oxford: Blackwell.