

A crise bancária norte-americana: Algumas lições da experiência brasileira¹

Gustavo H. B. Franco
Luiz Alberto C. Rosman

[Para publicação em Márcio Garcia e Fabio Giambiagi (organizadores) RISCO E REGULACÃO: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Editora campus Elsevier.]

Em assuntos relacionados à inflação, onde a experiência brasileira foi reconhecidamente rica, complexa e duradoura, é lícito afirmar que desenvolvemos uma *especialização*, a julgar pela copiosa e possivelmente inigualável produção acadêmica, legislativa e jurisprudencial sobre o assunto. É provável que nenhum outro país tenha acumulado tanta sabedoria sobre indexação, mudanças de padrão monetário e programas de estabilização. É claro que não se tem propriamente aí uma matéria de orgulho nacional, mas apenas uma decorrência das tragédias monetárias que se abateram sobre nós. Aprendemos sobre temporais não por inteligência, mas porque eles nos visitam com frequência.

É menos claro que o mesmo possa ser dito quando se trata de problemas com bancos, ao menos na mesma escala. É certo que a experiência brasileira com crises bancárias está “acima de média”, mas não tem a mesma magnitude ou gravidade da nossa vivência com os furacões inflacionários. São antigos os principais pilares da nossa legislação bancária: a Lei 4.595, que trata genericamente sobre o sistema financeiro, é de 1965; a Lei 6.024, que dispõe sobre intervenção e liquidação extrajudicial de instituição financeira, é de 1974, embora os seus principais conceitos remontem aos anos 1940; e o “regime de administração especial temporária” (conhecido como “RAET”), criado pelo Decreto-lei 2.321, é de 1987. Este arcabouço recebeu inúmeras adições e inovações no contexto da crise bancária de 1994-97. A Lei 9.447/97 aperfeiçoou conceitos da Lei 6.024/74, a Lei 9.710/98 criou o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional) e a Medida Provisória 1.514/96 criou o

¹ Os autores agradecem a Claudio Mauch pelos seus comentários.

PROES (Programa de Incentivo à Redução da Presença do Estado na Atividade Bancária)². Uma infinidade de normas infra-legais foi introduzida e implementada não apenas com o intuito de apoiar as grandes iniciativas de combate à crise bancária mas também, logo a seguir, em 1996-98, com o fito de fazer avançar a “importação” dos 25 princípios do primeiro Acordo de Basiléia, o que trouxe para o Brasil uma ampla e fecunda reforma regulatória no que tange a bancos.

A experiência brasileira recente permite inúmeras comparações com os procedimentos e soluções empreendidas no contexto da crise americana. Isso para não falar em comparações mais remotas entre as experiências nacionais de fomento à aquisição da casa própria, onde se misturam de forma confusa interesses públicos e privados pervertendo os mecanismos de concessão de crédito. A trajetória do nosso SFH (Sistema Financeiro da Habitação), especialmente a falência do BNH (Banco Nacional da Habitação) e a criação e posterior securitização do FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais), podem ser instrutivas para uma análise do colapso de instituições como Fannie Mae e Freddie Mac, e mesmo para a origem do problema das hipotecas “subprime”.

Dentre tantas possibilidades, todavia, este trabalho se concentra em alguns temas mais básicos, a saber o modo pelo qual se aplica o princípio da responsabilidade limitada em instituições financeiras, na forma como definido pela Lei 6.024/74 e alterações posteriores, e, em decorrência desse contexto, as soluções brasileiras para os casos de bancos considerados “grandes demais para quebrar” através das operações ao amparo do PROER. A legislação bancária brasileira possui ao menos duas singularidades relativamente à americana: (i) interfere *ex-ante* nos incentivos a correr risco por parte de diretores estatutários, membros de conselhos de administração e do grupo de acionistas controladores, pois todos teriam, potencialmente, *responsabilidade ilimitada*, ainda que com mecanismos mitigadores, por prejuízos causados a credores em eventos de liquidação ou intervenção; e (ii) *ex post facto*, além de fazer valer a indisponibilidade de bens dos responsáveis pelo problema, atendendo aos clamores da opinião pública pela

² A MP 1.514/96 foi posteriormente re-escrita pela MP 2.192/01 que ora se encontra na sua re-edição de número 70, sem que tenha sido ainda convertida em lei. As MPs anteriores à Emenda Constitucional n. 32 podem ser reeditadas indefinidamente.

identificação de responsáveis, para não falar em “fairness”, proporciona à figura do interventor, ou liquidante, poderes para vender ativos e negociar passivos, mediante autorização do BCB de tal sorte a “resolver” a instituição problemática e “removê-la” do fluxo normal de atividades do sistema bancário. Mais especificamente, a Lei 6.024/74, conforme alterada pela Lei 9.447/97, facilita sobretudo as operações bancárias envolvendo cisão da instituição com problemas em duas porções, o “banco ruim”, ou o “*legacy bank*”, para usar a linguagem da discussão americana, e o “banco bom” - este destinado a ter continuidade operacional, com outra bandeira, outra gestão e outros controladores, assim salvaguardando depositantes e investidores, enquanto que aquele permanece em liquidação e associado aos patrimônios pessoais de administradores e acionistas controladores.

Antes da crise de 1994-97, a crítica mais comum à Lei 6.024/74 tinha a ver com a falta de celeridade nos processos de liquidação, que se arrastavam por muitos anos. Porém, a experiência recente com as operações no âmbito do PROER, relativizou estas preocupações. A implementação das operações ao amparo do PROER – foram 8 operações com desembolsos da ordem de R\$ 20,7 bilhões, equivalentes a 2,7% do PIB brasileiro³ – foi, sem lugar a dúvida, o evento que impediu que a crise bancária brasileira transpusesse o estado latente onde se encontrava e passasse ao estágio da “crise sistêmica”, com o colapso da confiança e os custos que ora presenciamos para o caso americano. Nos EUA, os desembolsos em programas no âmbito do FED (Federal Reserve, o banco central americano), da Secretaria do Tesouro e do FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) podem atingir 94 % do PIB!

Para o caso dos EUA, é fácil sugerir não apenas que a ausência de um mecanismo “estrutural” de alinhamento de interesses, como os proporcionados pela Lei 6.024/74, esteve na raiz da elevação desmesurada na propensão a correr riscos, como também, que operações de “resolução” envolvendo cisão entre “banco bom” e “banco ruim” viram-se impossibilitadas pela evidentemente intransponível indisposição dos administradores e acionistas controladores para, por iniciativa própria, oferecer garantias que

³ Cf. Maia (1999 e 2003). Os desembolsos compreendem também as operações ao amparo do PROER onde não houve regime especial, mas apenas garantia de liquidez para instituições que promovessem fusão de suas atividades.

transcendessem o valor de suas ações. O desenho do “banco ruim” geralmente constitui a maior dificuldade na implementação dessas operações, e a legislação brasileira facilita tremendamente a sua construção pelas definições de responsabilização que enseja e pelos poderes que dá ao interventor ou liquidante, sempre mediante autorização do BCB.

É curioso que quando os problemas mais sérios se apresentaram às autoridades americanas – Bear Stearns, Merrill Lynch, Lehman Brothers e AIG – as soluções construídas – o paradigma delas, a operação engendrada para a venda de Bear Stearns para J. P. Morgan Chase – tiveram péssima repercussão, ou nem mesmo puderam ser implementadas, de tal sorte a produzir, com a concordata da Lehman, a tão temida crise sistêmica. A operação de venda da Bear Stearns envolveu um mecanismo parecido com as operações PROER, e que foi repetido em mais duas outras operações com a AIG. Foram três situações onde foi criada uma sociedade de propósito específico (SPE), de nome Maiden Lane, e numeradas de I a III, que receberam financiamento do Federal Reserve Bank of New York (FED-NY, o braço operacional do FED para a região de Nova Iorque) para adquirir ativos “ruins” da Bear Stearns e da AIG. É sabido que operação semelhante seria feita para a Lehman Brothers no contexto de sua possível aquisição pelo banco Barclays. No caso Merrill Lynch, não foi feita uma Maiden Lane, mas o FED teve de oferecer outras formas de apoio ao Bank of America, o seu comprador.

O argumento deste ensaio é simples: a legislação brasileira permitiu um desenho robusto para as operações de “resolução bancária” através do PROER – e a robustez tem a ver com a *clareza conceitual quanto à responsabilização devida* e, portanto, no tocante a incentivos e “moral hazard” – de tal sorte a instalar a sensação de que as autoridades brasileiras dispunham de uma fórmula para lidar com casos de bancos “grandes demais para quebrar”, ao passo que nos EUA a solução construída para a Bear Stearns através das operações Maiden Lane produziram o efeito oposto e pior: a incapacidade de montar mesmo uma outra Maiden Lane para Lehman Brothers teria produzido uma crise sistêmica.

A lição parece ser a de que o “defeito estrutural” do sistema americano reside na rigidez da aplicação do princípio da responsabilidade limitada (de administradores e

controladores) quando se trata de bancos. Compreende-se a indisposição de relativizar um princípio que está na base da constituição das sociedades anônimas, aqui e no exterior, e que constitui, de forma mais geral, um dos pilares básicos para a atividade empresarial. O raciocínio, todavia, é que bancos não são como pequenos comércios, e que, quando quebram, geram danos que vão bem além do capital investido pelos acionistas na empresa. É verdade que os prejuízos gerados por bancos que quebram são de uma ordem de grandeza superior, ao menos na maior parte dos casos, que o patrimônio dos administradores e acionistas. Entretanto, a questão reside no terreno dos incentivos e do alinhamento de interesses. É de ter em conta, ademais, que a existência de “controladores” facilita a aplicação dos dispositivos da lei brasileira, mas não seria tão difícil adaptar os conceitos brasileiros para o contexto americano, como se discute adiante.

Para sustentar essas teses, este ensaio está dividido em quatro seções, incluindo esta introdução. A próxima seção discute a evolução e a mecânica dos dispositivos da lei brasileira referente à responsabilidade de administradores e controladores em casos de instituições financeiras em regimes especiais e a evolução da doutrina e da jurisprudência sobre o assunto ao longo do tempo. Na terceira seção examinamos em detalhe a construção das operações PROER e Maiden Lane, a fim de melhor estabelecer as diferenças nas respectivas legislações e soluções nacionais para bancos “grandes demais para quebrar” e, na última seção, tratamos das possibilidades de “exportação” das nossas “tecnologias” para os EUA.

Antecedentes e aspectos conceituais da Lei 6.024/74⁴

A origem da Lei 6.024/74 remonta a 1946, com a edição do Decreto-Lei 9.328 que criou, pela primeira vez na nossa legislação, uma norma especial sobre a responsabilidade dos diretores de bancos e casas bancárias⁵, cuja aplicação ensejou dúvidas: as autoridades encarregadas da fiscalização dos bancos sustentavam que a responsabilidade dos diretores

⁴ Para maiores detalhes sobre a evolução da legislação ver Franco e Rosman (2009).

⁵ "Art. 1º - Respondem solidariamente pelas obrigações que a sociedade houver assumido durante a sua gestão, os bens dos diretores dos bancos e casas bancárias sujeitas à liquidação extrajudicial regulada pela Decreto-lei nº 9.228, de 03 de maio de 1946, ou que solicitarem concordata ou forem declaradas falidas dentro de 1 ano a contar da vigência desta lei, ainda que o seu capital seja constituído por ações."

independia da apuração da culpa de cada um, mas a improcedência dessa interpretação acabou confirmada pela Lei 1.808, de 07.01.1953, que explicitou que os administradores e gerentes respondiam por atos praticados por culpa ou dolo.

Nos primeiros tempos da vigência dessa lei, todavia, a SUMOC adotou interpretações que retrocediam à noção de responsabilidade “solidária” tanto mais irrestrita quanto possível, inclusive entre todos os diretores – e não apenas entre os que “tivessem procedido com dolo ou culpa” – e também nas obrigações de indenizar prejuízos nascidos de atos ilícitos praticados por qualquer um deles. Em essência, a SUMOC entendia que *a responsabilidade era "objetiva", e não "subjativa", ou seja, independia da imputabilidade dos prejuízos a cada diretor, mediante apuração de nexo de causalidade entre atos de cada um e os prejuízos verificados*. A improcedência dessas teses, reiteradamente apontada pela doutrina, acabou confirmada por acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, de 1956. Porém, logo a seguir, o artigo 42 da Lei 4.595, de 31.12.1964, que regulou o Sistema Financeiro Nacional, deu nova redação ao artigo 2º da Lei 1.808/53 para dele retirar a referência a culpa ou dolo. Menos de 2 anos depois, em nova reviravolta, o Decreto 48, de 18.11.1966, regulou novamente a intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras e confirmou o caráter subjetivo (em decorrência de atos ou omissões) da responsabilidade dos administradores.

A Lei 6.024, de 13.03.1974, consolidou o regime de intervenção e liquidação extrajudicial das instituições financeiras repetindo, nos artigos 39 e 40, com pequenas modificações de redação, os dispositivos da legislação anterior sobre responsabilidade dos administradores.⁶ As normas legais especiais que regulavam a responsabilidade dos administradores de instituições financeiras *continuaram, portanto, a não conter preceito dispondo que essa responsabilidade era objetiva -- independentemente de culpa ou dolo de cada administrador -- o que era indispensável para que não fossem aplicáveis aos administradores das instituições financeiras as normas gerais do Código Civil sobre responsabilidade civil*. Não obstante, o Banco Central e as Comissões de Inquérito por

⁶ "Art. 39 - Os administradores e membros do Conselho Fiscal de instituições financeiras responderão, a qualquer tempo, salvo prescrição extintiva, pelos atos que tiverem praticado ou omissões em que houverem incorrido.

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

Par. único. A responsabilidade solidária se circunscreverá ao montante dos prejuízos causados."

ele instituídas continuaram a aplicar a legislação, em caso de intervenção ou liquidação extrajudicial, *como se a responsabilidade dos administradores fosse objetiva e solidária*: limitavam-se a identificar as operações ativas do banco que deram origem ao prejuízo que o levava à situação de insolvência, dividir a gestão do Banco em períodos segundo a composição de administradores e atribuíam a cada grupo de administradores a responsabilidade pelas operações contratadas em cada período de gestão, sem identificar quais os que eram pessoalmente responsáveis por cada operação.

Somente o Decreto-lei 2.321/87, que instituiu o regime de administração especial temporária de instituições financeiras, o popular “RAET”, estipulou para os *controladores* dessas instituições a responsabilidade solidária com os administradores, independente de culpa ou dolo. Vale registrar que a inovação veio no contexto de uma crise sediada principalmente nos bancos estaduais naquele ano. A Lei 9.447, de 14.03.1997, estendeu essa definição de responsabilidade aos *controladores* das instituições submetidas aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial.⁷

A tese da responsabilidade objetiva – adotada pelo Banco Central e parte da doutrina – pode encontrar apoio em considerações práticas (dificuldade de apurar dolo) e também no que produz em matéria de incentivos ao conservadorismo, sendo este, na verdade, o aspecto mais discutido nos últimos tempos. É claro que há desproporção entre a dimensão do patrimônio pessoal de administradores e a típica dimensão dos prejuízos deixados por instituições financeiras no caso de “insucesso empresarial”. Este pode não ser o caso de controladores, sendo certo que, desde há muito, a Autoridade Monetária exige que controladores de instituições financeiras tenham patrimônio num múltiplo do capital integralizado na instituição⁸. Vale aqui, todavia, não propriamente a “capacidade econômica” de indenizar prejuízos, mas os *incentivos que a regra produz no seio da governança da instituição, notadamente no tocante a risco*.

⁷ “Art. 1º - A responsabilidade solidária dos controladores de instituições financeiras estabelecida no art. 15 do Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987, aplica-se, também, aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial de que trata a Lei nº 6.204, de 13 de março de 1974.

Art. 2º - O disposto na Lei nº 6.024, de 1974, e no Decreto-lei nº 2.321, de 1987, no que se refere à indisponibilidade de bens, aplica-se, também, aos bens das pessoas, naturais ou jurídicas, que detenham o controle, direto ou indireto, das instituições submetidas aos regimes de intervenção, liquidação extrajudicial, ou administração especial temporária.

⁸ Com a Resolução CMN 3.040/02, a criação de um banco não estaria mais tão condicionada a um múltiplo do patrimônio pessoal dos controladores do capital do banco. É necessário um “plano de negócios e de viabilidade”, além, claro, de patrimônio suficiente, sem se explicitar qual o múltiplo a ser seguido.

O efetivo alcance da responsabilidade dos administradores fixado em nossa legislação tem sido objeto de intensos debates doutrinários e inconsistências jurisprudenciais. Embora haja autores que sustentem a responsabilidade objetiva (isto é, independente de culpa ou dolo), a melhor doutrina sempre entendeu que a responsabilidade dos administradores deve ser subjetiva, a exemplo do que ocorre no sistema norte-americano⁹, *com a distinção de que tal responsabilidade é presumida (inversão do ônus da prova) no momento de instauração dos procedimentos de intervenção, liquidação ou "RAET" acima aludidos*. Ocorrendo alguma dessas hipóteses, os administradores das instituições financeiras ficarão com todos os seus bens indisponíveis, não podendo, por qualquer forma, aliená-los ou onerá-los, até a apuração e liquidação final de suas responsabilidades (art. 36 da Lei 6.024/74).

O regime da responsabilidade dos administradores de instituições financeiras parece ter encontrado solução equilibrada na mais recente jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (REsp 447.939-SP, DJU 25.10.2007), que reconheceu seu *caráter subjetivo, porém com presunção de culpa dos administradores pelos atos praticados durante sua gestão, invertendo-se o ônus da prova* (que passa a ser dos administradores, aos quais compete demonstrar que atuaram com o devido zelo, impedindo sua responsabilização pelos prejuízos causados).

Operações PROER e "Maiden Lane"

As operações PROER foram boas soluções para bancos "grandes demais para quebrar" e as operações semelhantes engendradas recentemente no contexto americano, conhecidas como operações Maiden Lane, construídas para viabilizar a venda da Bear Stearns e a sobrevivência da AIG, não foram igualmente bem sucedidas. A comparação entre as arquiteturas das duas famílias de operações deve esclarecer as razões desse desempenho diferenciado.

⁹ No qual o regime de responsabilidade de administradores de instituições financeiras não possui regras próprias, sujeitando-se ao regime aplicável às sociedades em geral, apesar de a jurisprudência claramente indicar que o dever de diligência desses administradores deve ser maior e mais estrito que os de sociedades não financeiras, *cf.* Fletcher (2002) § 1042.10.

A construção das operações PROER começa com a percepção de que, na forma da Lei 6.024/74 ou do Decreto Lei 2.321/87, as autoridades se vêem forçadas a decretar um “regime especial”, a intervenção, a liquidação (é pequena a diferença entre esses) e o RAET. Enquanto os dois primeiros regimes representam o desastre, quando se trata de bancos grandes, pois determinam uma descontinuidade operacional, o terceiro é uma risco muito grande para as autoridades. O BCB não dispõe de pessoal, ou da capacidade de contratar em pequeno espaço de tempo, para gerir um banco grande em bases comerciais. Ao colocar burocratas de carreira em posições de mando em bancos privados de grande porte em pleno funcionamento, termina-se contaminando os novos dirigentes com as práticas anteriores, ou, de forma indireta, transferindo a responsabilidade pelo insucesso da instituição dos administradores anteriores para os funcionários do BCB.

Essas lições da experiência já estavam sedimentadas o suficiente em 1994 para se saber que, diante de problemas com bancos “grandes demais”, a solução reside, na maior parte dos casos, na venda e, idealmente, compradores e vendedores devem estipular entre si as responsabilidades e garantias recíprocas. O BCB pode apoiar a venda, introduzindo incentivos ou disposições especiais de natureza regulatória, assim como pode apoiar planos de capitalização e reforma da gestão de iniciativa dos acionistas e administradores existentes em resposta às exigências das autoridades. Relativamente à legislação norte-americana, são grandes os poderes dos reguladores brasileiros para estabelecer exigências para os bancos sob sua jurisdição.

Havendo impasse com os controladores e administradores diante de exigências do BCB, as operações PROER são implementadas na seguinte seqüência:

(i) a decretação de regime especial estabelece a indisponibilidade de bens de acionistas controladores, administradores, incluindo o conselho de administração, e um interventor é nomeado. *Fica assim criado o “banco ruim” e, já na partida, com responsabilidades definidas e ilimitadas no tocante a prejuízos a credores.*

(ii) a alienação, determinada pelo interventor e devidamente autorizada pelo BCB, de um conjunto de ativos e de passivos, de valor idêntico, sendo que as obrigações transferidas compreendem, por princípio, todos os passivos junto ao público, de tal forma a retirar do “banco ruim” qualquer relacionamento com o mercado. Esse “banco bom” é

transferido sem subscrição de capital, pois *não é uma empresa*: trata-se da cessão de ativos e passivos de igual valor agregado – sem qualquer operação de natureza societária – compondo-se, os elementos patrimoniais ativos transferidos, basicamente, de carteiras de crédito, ativos financeiros e depósitos, mas incluindo algumas instalações (geralmente agências) e os contratos de trabalho de funcionários selecionados (os de agências em geral). Os funcionários não aproveitados na nova instituição (vale dizer, na adquirente do “banco bom”) permanecem no “banco ruim”, e relativamente a eles não há “sucessão” na relação empregatícia, nem os passivos e contingências trabalhistas e previdenciárias anteriores são transferidos à instituição compradora. O “banco ruim” vê o seu balanço (total de ativos e passivos exigíveis) ficar bem menor, mas sem alteração no valor do patrimônio líquido negativo (passivo a descoberto), que, na verdade, fica reduzido em razão do recebimento do “ágio” pela venda do “banco bom”.

(iii) a instituição compradora vê o seu balanço (ativos e passivos) crescer e pela expressão da transação torna-se desenquadrada nos requisitos de capital mínimo, e vê-se obrigada a cumprir a exigência de enquadramento com rapidez. A instituição compradora paga um “ágio” pelos ativos e passivos que adquiriu à massa em liquidação do “banco ruim”, e não aos seus acionistas.

(iv) quando o banco que acabou de sofrer a intervenção não tem bons ativos em montante suficiente para igualar os passivos com o público e compor o “banco bom”, o BCB faz um empréstimo ao banco, com parte dos recursos do qual o interventor compra títulos públicos com grande deságio (obrigações “em ser” contra o FCVS, “Par bonds”, ou as chamadas “moedas podres”) mas que, em valor de face, representem 120% do valor do empréstimo. A taxa de juros do empréstimo é definida pela taxa de remuneração do ativo em garantia adicionada de um “spread”, e o caixa gerado (a parte do empréstimo não empregada na referida compra de títulos públicos) é exatamente o suficiente para suprir o hiato entre passivos com o público e ativos de boa qualidade, e permitir a composição e venda do “banco bom”. O empréstimo PROER permanece no “banco ruim”, mas 120% garantido e segregado dos outros passivos e ativos do “banco ruim”.

Esta arquitetura permitiu que em operações executadas ao longo de um único fim de semana alguns bancos “grandes demais para quebrar” tivessem suas operações com o

público totalmente transferidas para outras instituições, sem nenhuma descontinuidade. E, de outro lado, os administradores e controladores do banco original, agora o “banco ruim”, permaneciam vinculados à liquidação dos ativos e passivos remanescentes da instituição e com seus bens pessoais atrelados aos destinos desse cotejo. Programas desse tipo, ainda que sumamente bem sucedidos em evitar desastres, sempre produzem custos para o erário, que podem ser infinitamente menores do que os da inação, mas ainda assim são custos. PROER e PROES representaram um *desembolso* conjunto em torno de 10% do PIB, mas suas *perdas* dificilmente serão muito superiores a 1% do PIB. As perdas para o erário público que se estima para a crise americana atual têm sido situadas na faixa de 20% do PIB.

A arquitetura da operação Maiden Lane I, montada para facilitar a fusão entre Bear Stearns e J. P. Morgan Chase, tem semelhanças com a operação PROER descrita acima, mas possui algumas diferenças importantes.

(i) J. P. Morgan Chase faz oferta pública por ações de Bear Stearns (ambos são companhias abertas) por preço muito baixo, mas que acabou sendo substancialmente elevado por “pressão” dos acionistas da Bear Stearns, os quais, assim, receberam valores positivos e ponderáveis por ações de uma companhia que provavelmente tinha patrimônio líquido ajustado negativo e deixava para trás um rastro de problemas.

(ii) uma sociedade de propósito específico (SPE) de nome Maiden Lane LLC (sociedade de responsabilidade limitada), com sede em Delaware, foi formada para comprar uma carteira de ativos da Bear Stearns por cerca de US\$ 30 bilhões, obtidos através de um empréstimo “sênior” feito pelo FED-NY no valor de US\$ 28,8 bilhões, e um empréstimo “subordinado” do J. P. Morgan Chase no valor de US\$ 1,15 bilhão. Sobre o saldo do empréstimo sênior incide a taxa “prime” e sobre o subordinado, a “prime” mais 450 pontos de “spread”. Os valores “pagos” pelo comprador, na forma de um empréstimo subordinado, se assemelham ao “ágio” pago ao “banco ruim” pelo comprador do “banco bom”.

(iii) os ativos que compõem a carteira comprada são de vários tipos, mas cerca de 85% deles são contra “agências”, ou seja, onde o garantidor em última instância seria o Tesouro Americano. O lastro de Maiden Lane, portanto, se parece com o lastro das

operações PROER¹⁰, mas não há excesso de garantias. Na posição de março de 2009, o FED-NY divulgou que, avaliados a “fair value” os ativos da carteira cobriam US\$ 3,8 bilhões a menos que o valor do empréstimo. Marcada a mercado, a deficiência seria, provavelmente, bem maior.

Nesse desenho, não há qualquer espécie de “responsabilização” de administradores e acionistas, controladores ou minoritários; todos os responsáveis pelo “insucesso empresarial” da Bear Stearns ficaram exonerados de problemas. Os acionistas receberam dinheiro por ações de uma empresa quebrada, tal como uma espécie de “pedágio” para não servir de obstáculo à solução do problema, na ausência da qual um prejuízo maior ocorreria para o público. Nesse sentido, era como se esses acionistas, escudados numa proteção indevida, tivessem mantido as autoridades como reféns e conseguissem não apenas se livrar de responsabilidades financeiras como extrair alguma vantagem adicional do comprador e das autoridades.

A montagem de uma SPE em lugar de um “banco ruim” espelha esta impossibilidade de alocar os prejuízos aos responsáveis pelo problema. É claro que qualquer prejuízo ou contingência adicional aos US\$ 30 bilhões securitizados via Maiden Lane, são do comprador. Os valores recuperados dentro de Maiden Lane vão para o FED-NY, por conta da estrutura de subordinação, até que o empréstimo seja inteiramente saldado. Provavelmente J. P. Morgan Chase não verá retorno para o empréstimo subordinado que fez à Maiden Lane. Talvez fizesse mais sentido que o comprador usasse capital novo para sustentar um balanço maior, ou para expandir suas operações, do que para atender a prejuízos passados que não se conseguiu imputar a quem os gerou.

É interessante verificar que a carteira de Maiden Lane não era tão “podre” quanto se imaginava à primeira vista, e que sua composição, com a presença de títulos “públicos” fortemente descontados, guarda semelhança com a operação PROER¹¹.

Em resumo, onde os modelos efetivamente divergem é no tocante a um tema que resulta fundamental quando autoridades estão usando vastas quantidades de dinheiro

¹⁰ Também existem “moedas podres” no hemisfério Norte!

¹¹ Ver Board of Governors of the Federal Reserve System (2009).

público para resolver um desastre financeiro: responsabilizar os culpados. Não há dúvida que é a incapacidade de lidar com este problema o que está levando, talvez de forma excessivamente acalorada, as autoridades no âmbito, por exemplo, do G-20, a concentrar sua atenção nos assuntos referentes aos salários e bônus dos executivos de bancos.

E mais: na ausência de definições adequadas de responsabilidades, quando o comprador absorve a instituição vendida sem a capacidade de escolher ativos e passivos, vale dizer sem a definição do “banco ruim”, verifica-se uma espécie de *contaminação, em vez de um saneamento*. Previamente à absorção da Bear Stearns não se tinha uma mensagem clara sobre o exato tamanho da sua deficiência patrimonial, o que se torna fundamental quando o comprador vai absorver a entidade inteira, com todas as suas contingências, exceto as isoladas dentro da operação Maiden Lane. Na operação PROER, o comprador adquire um conjunto de ativos e passivos de igual valor, e eleva seu capital para sustentar este balanço maior. Nenhuma das dúvidas sobre a extensão do deprecimento patrimonial do “banco ruim” lhe afeta. Quanto menos se singulariza a responsabilidade dentro do “banco ruim”, mais o “banco bom” fica contaminado e mais prejudicada a “resolução”, como efetivamente se verificou na experiência americana recente.

A experiência brasileira pode ser exportada?

Parece razoável a idéia de que a limitação de responsabilidade de administradores, seu caráter subjetivo (para usar a linguagem jurídica brasileira), bem como a ausência de qualquer definição de “controlador” e sua responsabilização podem ter sido fundamentais para produzir decisões envolvendo uma tomada excessiva de risco, na raiz de todos os elementos que constituem o desastre bancário norte-americano. Adicionalmente, na ausência dos mecanismos, como os das nossas Lei 6.024/74 e 9.447/97, parece muito difícil a resolução de situações difíceis a partir da montagem de “bancos ruins”, ou da extração de “banco bom” de “banco ruim”, como foi a característica mais proeminente das operações PROER.

Essas deficiências – em particular a conexão entre o regime de responsabilidade e o de resolução de instituições com problemas - mal foram notadas, por exemplo, no

extenso relatório recentemente produzido pelo Grupo dos 30 sobre reforma na regulação financeira. Na seção sobre “resolução bancária” argumenta-se que “uma moldura desejável” deveria incluir, entre outros atributos, o “poder discricionário de impor custos de forma apropriada dentro da estrutura de capital e sobre a administração executiva a fim de reduzir ‘moral hazard’”¹². Porém, este tema, e mais especificamente a questão da responsabilidade limitada em instituições financeiras, não foi objeto de nenhuma das dezenas de recomendações objetivas e pertinentes que o relatório produziu.

A reforma regulatória apresentada pelo Presidente Barack Obama não trouxe novidade no tema da responsabilidade de administradores, e tampouco tocou na idéia de que existem grupos controladores *de facto* que envolvem administradores que são também acionistas, ou detentores de opções de compra de ações ou procurações de outros acionistas. Um progresso interessante, e talvez não propriamente intencional, foi a determinação surgida no legislativo norte-americano, por conta de pressão política, e que terminou repercutindo bastante no âmbito do G-20, criando impedimentos para o pagamento de “bônus” (que, nos EUA, não tem caráter “alimentício” ou “trabalhista” no sentido da lei brasileira) para instituições que recebem recursos de alguns programas governamentais. Não há dúvida que a atenção desproporcional de políticos, inclusive chefes de estado, nesse assunto, é reveladora. Este dispositivo revelou-se bem sucedido no plano dos incentivos, na medida em que produziu um empenho incomum das administrações de bancos tomadores de recursos do FED, ou do Tesouro Norte-Americano, para quitar rapidamente os empréstimos e restaurar a “normalidade”.

Essa seqüência de eventos parece sugerir que existe, no contexto norte-americano, um “espaço” entre as figuras brasileiras do grupo controlador e a do diretor estatutário, composto pela média e alta administração dessas instituições - ou o público que recebe “bônus” e *stock options* como parte crucial de sua remuneração - cuja “responsabilização” pode ter encontrado nesse dispositivo apenas um primeiro passo. Na verdade, a responsabilização *deste* grupo, cujas fronteiras poderiam ser situadas de forma mais clara, por exemplo, conforme o tamanho da “remuneração variável”, ou limitado ao volume de bônus pagos em anos anteriores, seguramente encontra um equivalente do que

¹² Group of 30 (2009, pp. 54-55).

se passa no contexto brasileiro, e pode ser um caminho interessante a explorar no futuro. O fato é que o texto da reforma regulatória proposta pelo Presidente Obama se limita a reproduzir as preocupações do G-20 ao afirmar que “cada autoridade nacional deve implementar diretrizes com vistas a alinhar as estruturas de remuneração com os interesses de longo prazo dos acionistas e promover estruturas de remuneração que não proporcionem incentivos para a tomada excessiva de riscos.”¹³ No comunicado final do “summit” do G-20 em Pittsburgh o assunto das políticas de remuneração de bancos merece exatas sete detalhadas observações, a terceira prega o alinhamento entre “desempenho e risco”, o que está a um passo de afirmar que o bônus pode ser *negativo* em certos casos. É quando se rompe a responsabilidade limitada.

Pode-se apenas especular sobre as possibilidades de aplicação de mecanismos semelhantes aos das leis brasileiras no contexto norte-americano, no tocante à criação de figuras assemelhadas à nossa “intervenção”, com o intuito de ampliar o leque de mecanismos *ex post* para evitar a repetição de operações como as da Bear Stearns e Merrill Lynch e fracassos como o da Lehman Brothers. Há um reconhecimento explícito de que a falta desses mecanismos foi o estopim da crise sistêmica, como se lê no texto principal da reforma:

As respostas do governo federal à bancarrota iminente de Bear Stearns, Lehman Brothers e AIG foram dificultadas pela falta de uma moldura regulatória que evitasse a falência desordenada de empresas financeiras não bancárias, incluindo afiliadas de bancos e outras entidades cobertas pelo seguro de depósitos. Na ausência dessa moldura, a única alternativa do governo para evitar as falências desordenadas de Bear Stearns e AIG foi o uso da autoridade do Federal Reserve para emprestar. E esse mecanismo foi insuficiente para evitar a insolvência da Lehman Brothers, um evento que serviu para demonstrar o quanto destrutiva para os bancos pode ser a falência desordenada de uma instituição financeira não bancária¹⁴

Para sanar esta deficiência propõe-se uma “exceção para risco sistêmico” à regra habitual do FDIC¹⁵, segundo a qual deve-se sempre procurar a alternativa de menor custo fiscal. Nos casos de crise sistêmica, como a que se viveu recentemente, esta regra resulta em catástrofe, uma vez que os custos fiscais *indiretos* da crise terminam sendo muito maiores.

¹³ Department of the Treasury (2009, p. 15).

¹⁴ Ibid, p. 76.

¹⁵ FDIC – Federal Deposit Insurance Corporation, é o equivalente norte-americano ao FGC – Fundo Garantidor de Créditos brasileiro, e que, nos EUA, tem poderes de “resolução” para bancos com problemas.

Todavia, mesmo que as autoridades disponham de poderes semelhantes aos do interventor brasileiro na forma das leis 6.024/74 e 9.447/97, o problema da responsabilidade limitada ainda permanece como obstáculo difícil de remover quando se trata de se montar um “*legacy bank*” a partir do qual fosse possível extrair um “banco bom” e se “resolver” instituições com problemas com as devidas responsabilizações e sem doses excessivamente grandes de “moral hazard”. Não resta dúvida que os EUA se encontra diante do desafio de uma mudança de paradigma. Isso é exatamente o que se poderia proporcionar a partir, de um lado, da relativização das limitações à responsabilidades, notadamente tendo em mente a “alta gerência” das instituições, definida como sugerido acima. Como já vigora nos EUA a “responsabilidade subjetiva”, no âmbito da qual seria necessário demonstrar que administradores e controladores tiveram “culpa e dolo” no insucesso da instituição, a inovação a se considerar é, como no caso brasileiro, a de se estipular, para o “público” acima mencionado, a inversão no ônus da prova em situações especiais onde recursos públicos estão envolvidos. De outro lado, a definição de algo como um *super-receivership*, ou a “exceção para risco sistêmico”, à semelhança da figura da intervenção, pode perfeitamente representar uma inovação interessante, restando definir com clareza os seus limites.

Referências

Board of Governors of the Federal Reserve System (2009) – Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, Julho.

Department of the Treasury (2009) “Financial regulatory reform, a new foundation: rebuilding financial supervision and regulation” Washington,

Fletcher, William Meade (2002) “Fletcher Cyclopedia of The Law of Private Corporations”, Volume 3A.

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

Group of 30 (2009) “Financial reform: a framework for financial stability”
Washington.

Maia, Geraldo (2003) “Re-estruturação bancária no Brasil: o caso do Proer” Notas
Técnicas do Banco Central do Brasil # 38, Brasília, julho.

_____ (1999) “Restructuring the banking system: the case of Brazil” Bank
Restructuring in Practice, BIS Policy Papers # 6.