

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 4

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2009

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Profa. Glória Márcia Percinoto, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski, Prof. Sérgio Murilo Santos Campinho e Prof. Valter Shuenquener de Araújo).

COORDENAÇÃO: Sérgio Murilo Santos Campinho e Mauricio Moreira Mendonça de Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Arnaldo Wald (UERJ), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Leonardo Greco (UERJ), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse 1 e Centre de Droit des Affaires de l'Université des Sciences Sociales de Toulouse), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg), Sérgio Murilo Santos Campinho (UERJ), Theóphilo de Azeredo Santos (UNESA) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Julio Barreto, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto, Mauricio Moreira Mendonça de Menezes, Valter Shuenquener de Araújo e Viviane Perez

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 4 (janeiro/junho 2009)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

**A CRISE PLANETÁRIA DE 2007/2010 E O
GOVERNO DAS SOCIEDADES**

**THE 2007/2010 GLOBAL SLUMP AND THE
CORPORATE GOVERNANCE**

António Menezes Cordeiro

Resumo: O presente trabalho tem por escopo analisar as noções básicas acerca do governo das sociedades, à vista da crise planetária de 2007/2009, que se iniciou com a desregulamentação da economia e a proliferação de créditos especulativos. O autor detalha a importância da crise para o surgimento de uma nova regulamentação do setor de crédito e de um novo governo das sociedades.

Palavras-chave: Crise Econômica. Desregulamentação. Especulação. Governos das Sociedades. Nova Regulação.

Abstract: This work analyse the basic ideas concerning corporate governance in light of the 2007/2009 world's economic slump, wich began with the economy's deregulation and the propagation of speculative credits. The author details the importance of the current crisis to the appearance of a new credit regulation and a new corporate governance.

Keywords: Economic Slump. Deregulation. Especulation. Corporate Governance. New Regulation.

Sumário: I— *A crise planetária:* 1. *Introdução;* 2. *Minsky: “a hipótese de instabilidade financeira”;* 3. *A gênese dos sub-primos;* 4. *Desregulação e titulação: a bolha global;* 5 *A crise global;* 6. *Aspectos explica-*

tivos. II — O governo das sociedades: origem e evolução: 7. Generalidades e terminologia; 8. Âmbito e conteúdo; 9. Origem e evolução; 10. Expansão mundial. III — O governo das sociedades em Portugal: 11. As vias de penetração; 12. A projecção na reforma de 2006. IV — Os reflexos da crise: 13. Nas vésperas da crise; 14. As medidas anti-crise; 15. Uma nova regulação?; 16. Um novo governo das sociedades?

I — A crise planetária

1. Introdução

I. O nosso Planeta atravessa uma crise financeira e económica muito séria: a mais complexa e profunda desde 1930¹. Falaremos na crise planetária de 2007/2009, embora esta última data seja um sinal de optimismo: provavelmente, a crise prosseguirá em 2010², sendo compagináveis cenários ainda mais longos³.

1 Existe, já, uma literatura inabarcável sobre a crise, estando anunciada uma boa dezena de títulos para 2009. Nas linhas subsequentes, tivemos em conta obras publicadas no segundo semestre de 2008 e, designadamente, quanto a escritos em inglês e em francês, as seguintes: Mark Zandi, *Financial Shock: a 360° Look at the Suprime Mortgage Implosion, and How to Avoid the Next Financial Crisis* (2008); Dale C. Maley; *What Lessons Can We Learn from the Crash of 2008?* (2008); George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets/The Credit Crisis of 2008 and What it Means* (2008); Paul Kaugman, *The Return of Depression and the Crisis of 2008* (2008); Philippe Waechter/Martial You, *Subprimes, la faillite mondiale?* (2008); Olivier Pastor/Jean-Marc Sylvestre, *Le roman vrai de la crise financière* (2008); Paul Jorion, *La crise/Des subprimes au séisme financier planétaire* (2008) e *L'implosion/La finance contre l'économie/ce que révèle et annonce la "crise des subprimes"* (2008); Patrick Artus/Marie-Paule Virard, *Globalisation/Le pire est à venir* (2008). Já deste ano, temos Matthieu Pigasse/Gilles Finchelstein, *Le monde d'après / Une crise sans précédent* (2009); Eduardo Paz Ferreira, *O inverso do nosso descontentamento*, RFPDF 2008, 4, 69-79; Luís Máximo dos Santos, *Que crise é esta?*, RFPDF 2008, 4, 51-68.

2 P.ex., Fred Harrison, *Boom Bust: House Prices, Banking and the Depression of 2010* (2007), havendo ed. alemã sob o título *Wirtschaft Krise 2010: Wie die Immobilienblase die Wirtschaft in die Krise stürzt* (2008) e Loïc Abadie, *La crise financière en 2008-2010: mode d'emploi pour la décrypter et l'explicitier* (2008).

3 P.ex., Wilfried Kölz, *Die Weltwirtschaftskrise 2010-2014: Börsenzyklen verraten die Zukunft* (2007).

II. As crises são habituais: quiçá mesmo desejáveis, como forma de reactivar a economia, suprimindo empresas inviáveis e promovendo as mais capazes e promissoras. Recordamos as crises asiáticas de 1997 (Coreia, Indonésia e Tailândia), a crise russa de 1998, a brasileira de 1999 e a tecnológica (Nasdaq) de 2000⁴.

Seguiram-se graves escândalos: Enron, em 2001, e Worldcom em 2002. As cotações da bolsa caem vertiginosamente, somando, em 2002 e só nos Estados Unidos, uma quebra de 8500 biliões de dólares. E a quebra não foi apenas mobiliária: de 2000 a 2001, a produção caiu, com a destruição de dois milhões de empregos. O mal foi exportado, atingindo a Europa comunitária.

III. Todavia, foram crises curtas, enfrentadas com sacrifícios de empresas mais expostas e com injeções maciças de liquidez. Cada crise era seguida de novos períodos de expansão, em ciclos de *boom/bust* que permitiam novos ganhos por parte de operadores mais atentos e — há que reconhecê-lo — com alguma sorte.

A liquidez abundante e a possibilidade de conseguir lucros extraordinários no mercado da bolsa e no sector de derivados drenou, inexoravelmente, o capital produtivo. Para quê investir na indústria ou no comércio, numa expectativa de lucros a médio ou a longo prazo, sujeitos a inúmeras contingências, quando, sem esforço, se pode obter um ganho muito superior e mais rápido, jogando com títulos ou com puras realidades financeiras? Empresas saudáveis vieram a investir capitais em áreas mobiliárias, fora do seu núcleo de negócios.

IV. É certo que diversos indicadores dispararam, nos já chamados loucos anos 90: os resultados da Administração Clinton ficaram na História, sendo de imputar a uma confluência favorável de algumas variáveis, com relevo para a quebra nos preços do petróleo e à

⁴ O índice Nasdaq estava em 500, no ano de 1991. Temos: 1000 em 1995, 2000 em 1998 e 5130 em Março de 2000.

montagem do circuito virtuoso China/Estados Unidos: produção/consumo com exportação de liquidez reinvestida nas obrigações do tesouro. Em todo o Mundo, o crescimento dos países emergentes foi notável, tendo retirado centenas de milhões de pessoas da pobreza.

Mas a fragilidade era grande, sendo potenciada (hoje todos o dizem) pela desregulação do mercado financeiro global e pela total subordinação da ética e do bom senso à busca do maior lucro. O esmagamento progressivo das classes média e média baixa e o empolamento exagerado das retribuições dos grandes gestores são retratados em todas as obras da especialidade⁵.

V. Não faltaram avisos, desde os anos 90. Não havendo regulação mundial do dinheiro e jogando-se na liquidez para colmatar as crises, potenciou-se uma multiplicação artificial de moeda bancária que, em cálculos recentes, terá alcançado os 500.000 biliões de dólares, só nos derivados do crédito: qualquer coisa como 50 vezes o PIB norte-americano ou, se se preferir: toda a riqueza da maior economia mundial de um ano, multiplicada por cinquenta. Em suma: os excessos de emissão, a desregulação levada ao delírio, a contabilidade imaginativa, a busca do imediato e a participação activa da banca levaram a uma bolha generalizada onde tudo foi possível. Perante o seu rebentamento: tudo é, de novo, possível, mas agora em sentido inverso⁶.

2. Minsky: a “hipótese de instabilidade financeira”

I. O rastilho que prenunciou a crise planetária adveio do *crash* imobiliário norte-americano. É curioso referir as suas origens e o seu

5 *Vide*, além dos títulos citados, François Lenglet, *La crise des années 30 est devant nous* (2007).

6 Temos em conta o escrito clássico de Joseph E. Stiglitz (Nobel da Economia), *The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade* (2004).

desenvolvimento: documentam justamente o resultado conjugado da falta de regulação e da quebra ética provocada pela busca do lucro imediato.

II. Como pano de fundo, vamos eleger a hipótese de instabilidade financeira, apresentada em 1992, por Minsky⁷. O seu modelo é largamente explicativo, quanto à actual crise planetária. Partindo do “véu monetário keynesiano”, cabe recordar que, pelo crédito, se compra hoje o dinheiro de amanhã. A complexidade crescente das estruturas financeiras confere um papel criativo ao crédito: o banqueiro, como qualquer outro operador, recebe lucros por via da inovação. O dinheiro não é neutro, interferindo, com a sua circulação, no valor dos bens e no crédito que deles resulte. E embora o crédito assente na expectativa de lucros futuros, ele promove esses próprios lucros podendo, perante eles, articular-se de modo distinto.

III. Minsky aponta três modelos de relação rendimento/crédito:

- financiamento fechado (*hedge*);
- financiamento especulativo (*speculative*);
- financiamento em pirâmide (*Ponzi*⁸; também se usa “em cavalaria”)⁹.

No financiamento fechado, o devedor pode, com os seus rendimentos próprios, pagar todas as suas obrigações contratuais e, designadamente: o capital e os juros.

7 Hyman P. Minsky, *The Financial Instability Hypothesis*, Maio de 1992. Trata-se de um *paper* facilmente confrontável, na Net, seja pelo título, seja pelo nome do seu Autor.

8 A locução *Ponzi finance* advém de Charles Ponzi, burlão de origem italiana, que nos anos 20 do século XX, ficou conhecido por montar esquemas financeiros em pirâmide: os interessados entregavam o seu dinheiro, recebendo até 100% de juros em três meses; tais juros eram pagos com as contribuições de novos interessados e assim por diante. Tudo se desmoronou com o termo da expansão. *Esquemas Ponzi* surgem de modo cíclico (*vide* a nossa D. Branca), apesar de serem conhecidos há muito.

9 A “cavalaria” é a última a chegar à batalha e a primeira a partir, na tradição dos *Westerns*.

No financiamento especulativo, o devedor pode pagar os juros; mas não o capital. Terá de haver *roll over*: a dívida é renegociada e renovada no seu termo, o que assegura, enquanto for possível, a sustentabilidade do esquema. O especulador pode, ainda, obter lucro com a venda do investimento, caso este tenha valorizado.

No financiamento em pirâmide, o devedor não pode pagar nem o capital, nem os juros todos. Logo, ele tem de se endividar nova e crescentemente, para manter a situação. Tal só é pensável num ambiente em que a massa disponível para empréstimos vá aumentando.

IV. Um modelo dominado por financiamentos fechados está em equilíbrio. Adquire-se, hoje, o dinheiro que irá ser efectivamente ganho amanhã. Temos, então, os seguintes teoremas que integram a hipótese da instabilidade financeira:

- a economia tem regimes de financiamento sob os quais é estável ou instável;
- em períodos de prosperidade prolongada, a economia transita de relações financeiras estáveis para relações instáveis.

Com efeito, em prosperidade prolongada, a busca de maior lucro por parte de todos os intervenientes leva a abandonar o modelo de financiamento fechado a favor do especulativo e da cavalaria. A partir daí, o modelo é instável: o crédito cresce sem correspondência na riqueza, originando bolhas e ameaçando colapso, logo que se retirem alguns agentes do mercado ou, mais simplesmente: desde que deixem de afluir.

V. Diz-se, no *jargon* financeiro, que há bolha assim que, mercê do excesso de liquidez, designadamente o derivado de sistemas especulativos ou de sistemas em pirâmide, se assista a um aumento do valor de certos bens, para além daquilo que eles possam, razoavelmente, produzir. Em ambiência de bolha, as aquisições são feitas tendo em vista mais-valias só visualizáveis na medida em que o efeito “bolha” prossiga e enquanto ele prosseguir. Baixando a procura, a bolha desfaz-se, com prejuízo para todos os que nela se encontrem, que ficarão privados de quanto ultrapasse o valor “real” do bem.

3. A gênese dos subprimes

I. Voltemos, agora, à crise imobiliária norte-americana. Em 1946, cerca de 40% da população norte-americana era proprietária da sua própria casa. Em 1970, tal cifra era de 60%, o que representa uma pujante classe média. Com Georges W. Bush, cujo programa visava uma *ownership society*, procurou facultar-se a propriedade a camadas crescente da população. Teoricamente isso era possível, embora com um problema: a distribuição desigual da riqueza, que levava a que 1% da população detivesse quase um terço do património dos Estados Unidos.

II. Os esquemas postos ao serviço da popularização da propriedade passavam por deduções fiscais e por subvenções da *Federal Housing Administration* (FHA), através de *Government Sponsored Entities* (GSE): a *Fannie Mae* (*Federal National Mortgage Association*) e a *Freddie Mac* (*Federal Home Mortgage Corporation*).

A gestão privada das subvenções levou a que elas fossem dirigidas, num primeiro tempo, para as famílias médias: não para as de poucos recursos. Os juros eram muito baixos, tanto mais que havia ligação aos juros das obrigações do tesouro, facilmente colocadas na China, no Japão, na Coreia e em Taiwan, com juros mínimos. A liquidez daí derivada alimentava o “tapete virtuoso”. A procura de casa subiu, sendo seguida pelo incremento da construção, mas com uma dilação. Temos uma bolha imobiliária: o preço das casa sobe para além dos custos do terreno e da construção e para além do que o seu arrendamento “normal” poderia gerar.

III. Não havendo “bolha”, as boas práticas só permitiriam emprestar fundos aos agregados “fechados”, isto é: que dessem garantias de, pelos seus rendimentos, poder pagar o capital e os juros. Tais garantias eram asseguradas pela *Fannie Mae* e pela *Freddie Mac*: exigia-se um empréstimo máximo de US\$417.000; uma entrada com capital próprio de 20%, no mínimo; um rendimento bastante devidamente documentado. O empréstimo em jogo era seguro, estando ga-

rantido, ainda, por hipoteca. Era a “categoria A” ou situação *prime*. O modelo estava em equilíbrio.

IV. Com as facilidades e a liquidez disponíveis, o número de famílias cobertas alargou-se, os *primes* aumentaram e o preço da habitação subiu, alimentando a bolha. A partir de um certo momento, a manutenção da prosperidade elevou as tensões sobre o equilíbrio. Primeiro, verificou-se que os *primes*, na tipificação das agências federais, eram demasiado uniformes. Uma casa média na Califórnia exigia um financiamento de US\$729.000 (*jumbo*), a dispensar a famílias que ofereciam garantias. Temos a categoria “Alt A” (*Alternative A*), ainda comportável. O efeito de bolha amplia-se.

A subida contínua do imobiliário leva à concessão de empréstimos a pessoas que, de todo, já não reuniam as condições requeridas pelas *Fannie Mae* e *Freddie Mac* para os *primes*: temos as “categorias AB”, “B”, “BB” e assim por diante, globalmente ditas *subprimes*.

V. Os financiamentos *subprimes* podem ser explicitados com recurso à hipótese Minsk.

Temos, em primeiro lugar, o financiamento especulador. Trata-se de empréstimos *interest only*. Ao interessado não se exige que possa reembolsar o capital: apenas que pague os juros. Caber-lhe-á o *roll over* do empréstimo ou a venda da casa. Num ambiente de bolha, não há problema: como a casa vale sempre mais, não só a renegociação do empréstimo é fácil como a garantia funciona e com lucros.

Mas se é assim, porque não ir mais longe e financiar mesmo quem não possa pagar juros? Chega a cavalaria, com os financiamentos Ponzi. A criatividade financeira norte-americana funcionou. Um modelo habitual era o dos empréstimos 2/28: durante dois anos, o beneficiário do empréstimo pagava parte dos juros, crescendo, o resto, ao capital; passado esse período, a mensalidade ajusta-se, duplicando ou triplicando, a menos que haja renegociação. As cláusulas penais ou de cautela, multiplicam-se: quando o capital em dívida atinja os 115% ou os 120% do capital mutuado, o financiamento passa a normal, com capital e juros. A bolha está no zénite.

4. Desregulação e titulação: a bolha global

I. Como foi possível tal situação, cujos efeitos se adivinham? Evidentemente: na origem temos o défice norte-americano, a sobreliquidez, o financiamento do consumo pelo saldo das exportações chinesas, reintroduzido no continente americano através da aquisição maciça de obrigações do tesouro e assim por diante.

Mas no concreto cenário dos *subprimes* avultam a desregulação e a titulação.

II. Os candidatos *subprimes* são aliciados por corretores interessados, que se movimentam nas áreas suburbanas onde nem é seguro abrir agências bancárias. Tais corretores não são regulados. Adquirido um “cliente”, recebem a sua comissão e passam ao seguinte.

O banqueiro ocupa-se, depois, do “cliente”. A regulação exige-lhe determinados rácios, mas não se preocupa com a qualidade dos mutuários. E no pouco que resta, não há controlo: ou se pratica o empréstimo *no doc* (*no documents*), em que apenas o valor do bem hipotecado é controlado ou se incita o candidato a mentir sobre as suas possibilidades. Pequenos empregos, biscates, economia paralela: lida-se com rendimentos possíveis mas indemonstráveis.

III. O banqueiro concede o empréstimo e fica titular de um crédito hipotecário. Este é titulado e colocado em *Wall Street* e, a partir daí, em todo o Mundo. A titulação abrangia, na origem, os *primes*: créditos sem risco, duplamente garantidos pela vigorosa classe média americana e por hipoteca sobre casas em alta. Os produtos financeiros daí derivados tinham uma procura avassaladora: eram seguros, davam rendimento e permitiam absorver a volumosa liquidez disponível. Os banqueiros limpavam o seu balanço, acolhiam a comissão, eliminavam o risco e recebiam meios que permitiam conceder novos empréstimos.

Mas a quem? Satisfeita a “área fechada”, havia que passar aos especuladores e, por fim, à cavalaria. Os *subprimes* tinham procura: afinal, estavam garantidos por casas em alta. A titulação funcionava.

Mas aí, tornou-se complexa e opaca: de novo por falhas regulativas, os créditos titulados eram ordenados em produtos complexos (ABS, de *asset-backed securities*, CDU, de *collateralized debt obligations*, como exemplos), com “fatias” de créditos A, Alt-A, AB, B, BB e assim por diante. A imensa procura de derivados do crédito levou a que fossem aditadas “fatias” representativas de créditos de cartões bancários, de créditos ao consumo e de créditos de toda a ordem.

IV. As agências de notação de riscos bloquearam. Num ambiente de procura intensa, as prevenções eram desmentidas pelos factos. A complexidade dos produtos vendidos no Globo era tal que a UBS estimou ser necessário, para o exacto conhecimento de um deles, examinar a génese de mais de 7.000 títulos, incluindo *sub primes*.

Chegamos à bolha global: o valor já não tem a ver com o bem em jogo, mas com o preço que se espera no futuro. Os banqueiros financiam-se no mercado, refinanciam-se entre si e asseguram empréstimos que fazem crescer a bolha, num ciclo de triliões de dólares. No pico da bolha, tudo dispara: matérias primas (com o petróleo em inimagináveis 150 dólares), alimentos, acções e clubes.

V. Ainda nesse ambiente, multiplicam-se as fraudes, os desvios e os descuidos. A liquidez fácil permite cobrir falhas, enquanto a titulação de créditos dissemina-os, com facilidade, num mercado cuja opacidade aumenta com a escala planetária que tudo absorve.

5. A crise global

I. A crise parte do mercado imobiliário. Alcançado o pico da bolha, as casas estabilizam e iniciam a baixa. A oferta é muito alargada e faz equilibrar o preço: acabou a alta em contínuo. Entretanto: sai a cavalaria: passada a fase inicial, os mutuários são incapazes de pagar as prestações. O sistema americano é muito rápido: as casas são penhoradas e vendidas, fazendo baixar os preços. Em pouco tempo, dois milhões de agregados perdem a habitação, a qual vem aumentar a oferta.

Seguem-se os especuladores. Confrontados com a perda resultante da baixa do imobiliário, o especulador paga juros sem retorno. O *roll over* torna-se mais difícil. Pode arrendar a casa: mas as rendas são pouco convidativas, iniciando uma baixa. Se estiver atento, vai vender quanto antes, fazendo baixar novamente os preços. Além disso: as dificuldades de refinanciamento levam alguns especuladores ao incumprimento, à penhora e a vendas por baixo preço.

Finalmente, os *hedges*: em princípio, não têm problemas. Mas ficam *underwater* (debaixo de água, no sempre colorido inglês norte-americano), logo que a baixa do imobiliário os deixe sem cobertura patrimonial. Basta que a crise se agrave, que se perca o emprego ou que certas colocações mobiliárias corram mal para que os próprios *primes* sucumbam: novas quebras, nova pressão na oferta, novas baixas e assim por diante. Fala-se numa quebra de 40% do imobiliário: uma cifra astronómica de riqueza, que se desvaneceu em meses, atingindo cada família.

II. No plano financeiro, os reflexos foram devastadores. Na linha da frente estavam as instituições especializadas em *subprimes* e, desde logo, a *Countrywide Financial*, de Ângelo Mozilo, *leader* no sector. Confrontado com as primeiras quebras, Mozilo tenta a fuga em frente, intensificando os empréstimos. A falta de liquidez veda veleidades; a empresa passa de 15 a 5 biliões de dólares. O *Bank of America* comprou a *Countrywide* no princípio de 2008, a 18 dólares a acção: cotada então a 5, quando valera, seis meses antes, 50. Em Junho de 2007, a *Bear Stearms* anunciou que dois dos seus *Hedge Funds*, recheados de *subprimes*, perderam todo o valor. É fácil: basta que não tenham procura. A *Bear Stearms* acabaria adquirida, por preço vil, pelo *JP Morgan Chase*: e com garantia da Reserva Federal (16-Mar.-2008). Em Julho cai o banco *Indy Mac*, tomado pelo Estado. Após nova agonia pela falta de procura de todos os títulos — mesmo os notados AAA! — e goradas as hipóteses de recuperação, o *Lehman Brothers* (o 4º banco de investimento) entrou em falência. Em 30-Jul.-2008, o poderoso *Merril Lynch* põe em venda a sua carteira de CDO que abrangia *subprimes* então já considerados “tóxicos”. No valor no-

minimal de 30,5 bilhões de dólares, foi vendido por 6,7 bilhões (um mês antes, valeria 11,1 bilhões). *Merril Lynch* (3º banco) é adquirido, *in extremis*, pelo *Bank of America*.

III. A sucessão de desaires intensifica-se. Instituições saudáveis como a *Goldman Sachs* e a *Morgan Stanley* chegam a perder mais de 20% em cada sessão da bolsa e passam (com o apoio federal) a bancos comerciais: o fim da banca de negócios.

Em Julho de 2008, os já semi-públicos *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, que num efeito de retorno haviam adquirido títulos que envolviam *subprimes* foram intervencionados pelo Congresso. Mesmo assim: em Agosto de 2008, já haviam perdido, respectivamente, 85% e 87% do seu valor.

As cifras de perdas são enormes: em 15-Set.-2008 e em bilhões de dólares, temos, como exemplos: Citigroup: 55,1; *Merril Lynch*: 51,8; UBS: 44,2; HSBC: 27,4, etc.. As fronteiras norte-americanas foram ultrapassadas: no Reino Unido, houve que nacionalizar o Northern Rock; no Benelux, o Fortis; na Alemanha, acudiu-se ao Dresden adquirido *in extremis* pelo *Commerzbank*, salvo, passados meses, pelo Estado. Os exemplos prosseguem.

IV. O súbito desaparecimento do mercado interbancário e os ataques dos especuladores em bolsa, potenciados, de resto, pelo facto de, eles próprios, não poderem manter o *roll over* de que dependiam, fez colapsar fortunas e suprimir triliões, em moeda bancária.

A finança mundial ficou dependente dos bancos centrais que, através de injeções impensáveis de moeda, mantiveram o sistema.

A sequência é, hoje, seguida diariamente nos jornais: quebra de crédito; quebra de consumo; redução drástica da procura; quebra de produção; despedimentos maciços; nova quebra na procura; baixa incurável das bolsas; quebra nos preços básicos (o próprio petróleo caiu para baixo dos 40 dólares, só não afundando mais mercê da Guerra de Gaza, em Janeiro de 2009).

Num curioso retorno histórico: tudo parece depender dos Estados.

6. Aspectos explicativos

I. A hipótese de Minsky ilustra a crise dos *subprimes* e, mais latamente, a da bolha global. Tudo isso ocorre mercê de condutas humanas, sendo certo que é ao nível dessas condutas que tudo deve ser feito, no plano dos remédios. E nesse ponto, temos os insondáveis desafios da Humanidade. Tocaremos nalguns tópicos.

A atitude individual de cada um será, quando isoladamente tomada, enquadrável em pressupostos racionais. Colectivamente, isso não sucede. Ou seja: uma soma de condutas “racionais” pode conduzir a resultados irracionais. Basta pensar no ambiente ou na economia.

No plano económico, o comportamento assume uma dimensão massificadora. As “bolhas” resultam, justamente, do facto de uma multitude de pessoas tomarem, em simultâneo, a mesma opção aquisitiva. Pois bem: irracionalidade e massificação constituem os dois ingredientes de base da hipótese do desequilíbrio financeiro.

II. A decisão económica não é tomada pelo que exista: ela depende do que o agente julgue que vai acontecer. Logo, existe um risco, uma vez que a antecipação nem sempre é totalmente segura.

Mas ainda: a decisão económica vai interferir no que irá acontecer. Se o agente compra determinadas acções, na expectativa de que a sua cotação vai subir, ele está, *ipso facto*, a promover a sua subida. E inversamente: vende porque pensa que vão baixar; há mais um impulso para que baixem mesmo.

III. A doutrina clássica do mercado ensina que o melhor resultado depende do livre jogo dos agentes: informados e autónomos. Só

que, no seu conjunto, os agentes, mesmo informados e livres, não agem isoladamente (massificação), não actuam no melhor sentido (irracionalismo), não configuram a melhor opção (risco) e interferem, com as suas opções, no resultado final (reflexividade). A doutrina clássica está certa, quando associa as causas a certos efeitos. Mas não inclui, no seu modelo, as apontadas características da natureza humana.

IV. O crédito pondera sempre um certo risco de incumprimento. Os “sinistros”, em técnica seguradora, ocorrem aleatoriamente e espaçados no tempo. Na ambiência *subprime*, os incumprimentos são simultâneos: a quebra do imobiliário provoca-os, em grande número, sendo certo que os incumprimentos mais deprimem o mercado, provocando novos incumprimentos.

A titulação levou a uma interligação antes impensável. A crise não fica acantonada ao sector sensível que a tenha gerado. Incumprimentos nos arredores de Los Angeles provocam falhas nos lucros locais e quebras em Wall Street. O efeito multiplicador é exponencial, quando a desconfiança se instala. Os títulos são recusados, ainda que tenham, apenas, uma “fracção” de *subprime*. Pior: são recusados, por contágio, mesmo que se saiba não terem nenhuma. Ora os títulos só valem por terem procura: não têm qualquer valor intrínseco. A partir daí, a crise é geral. Só não houve colapso do sistema pela intervenção dos bancos centrais.

V. O sistema recompensa os agentes que, aderindo às “bolhas” contribuam para o seu empolar. Todos ganham: excepto os que, aquando do seu rebentamento, ainda não se tenham retirado. Mas se, antecipando tal rebentamento, vários agentes se retiram precipita-se a bolha. A ideia de “recompensa” por atitudes nocivas deve ser retida. É justamente nesse nível que o Direito deverá actuar: seja limitando a “recompensa”, indexando-a a pressupostos racionais, seja proscurendo práticas obviamente perigosas.

II — O governo das sociedades: origem e evolução

7. Generalidades e terminologia

I. Traçado o perfil da crise de 2007/2009, vamos fazer a aproximação ao governo das sociedades. Veremos, depois, o que é possível adiantar quanto às novas dimensões que, no mesmo, seja desde já possível introduzir. Começaremos pela terminologia¹⁰.

Por “governo das sociedades” entendemos a *corporate governance*. Em português do Brasil, usa-se o termo governança corporativa. “Governança” equivale, de resto, a uma expressão que nos surgia já nos nossos clássicos medievais. Os puristas franceses recorrem a *gouvernement d’entreprise* ou *gouvernement des sociétés*, explicando tratar-se de *corporate governance*. Esta última expressão, no anglo-americano de origem, é utilizada, sem problemas, pelos comercialistas alemães. *Corporate governance* não tem um equivalente claro, no Direito português das sociedades. Ficamo-nos, por isso, pela locução governo das sociedades, habitualmente usado.

II. O governo das sociedades corresponde a um conceito anglo-americano. Postula quadros jurídicos e conceituais diferentes dos continentais e, ainda, uma Ciência Jurídica estruturalmente diversa. Deste modo, ele não comporta uma perfeita equivalência, perante a instrumentação luso-germânica. A utilização de “governo das sociedades” deve ser acompanhada pelas necessárias precisões, sob pena de promover confusões conceituais.

8. Âmbito e conteúdo

I. Feitas estas precisões, verifica-se que *corporate governance* pode abranger duas diferentes realidades:

¹⁰ Sobre toda esta matéria, *vide* o nosso *Manual de Direito das sociedades*, 1 (2007), 841-854, com bibliografia.

- a organização da sociedade;
- as regras aplicáveis ao funcionamento da sociedade.

Na primeira vertente, a *corporate governance* reportar-se-ia ao que chamamos a administração e a fiscalização das sociedades. Ela abrangeria:

— a orgânica societária, susceptível de integrar diversos modelos; no caso das sociedades anónimas, teríamos, à escolha (278^o/1 do CSC): o modelo monista latino, com administração e conselho fiscal, o modelo monista anglo-saxónica, com administração compreendendo uma comissão de auditoria e o revisor oficial de contas e o modelo dualista ou germânico, com conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas;

- a ordenação interna do conselho de administração;
- a articulação com a assembleia geral;
- o modo de designação e de substituição dos administradores.

II. Na segunda vertente, a *corporate governance* abarca:

- os direitos e os deveres dos administradores;
- as regras de gestão e de representação;
- as regras de fiscalização;
- os deveres atinentes às relações públicas.

III. A primeira — e, porventura, fundamental — subtileza do governo das sociedades reside na não-separação entre essas duas vertentes. Os estudiosos norte-americanos dão-nos noções em que ambos os aspectos estão miscenizados: não logram referir uma orgânica sem, de mistura, falarem das funções e das regras envolvidas, tudo isso entremeadado por considerações de ordem política algo *naïf*.

IV. Podemos reter algumas definições ilustrativas. Assim, o governo das sociedades seria:

— o sistema pela qual as sociedades são administradas e controladas (relatório Carbury, 1992);

— as estruturas, o processo, as culturas e os sistemas que dêem azo à organização e ao funcionamento com sucesso (Keasey e Wright, 1993);

— o processo de supervisão e de controlo destinado a assegurar que a administração da sociedade age de acordo com os interesses dos accionistas (Parkinson, 1994);

— a soma das actividades que afeioam a regulação interna do negócio em consonância com as obrigações derivadas da legislação, da propriedade e do controlo (Cannon, 1994).

A técnica subjacente não é precisa, pelos cânones continentais: falha na formulação de conceitos e na dimensão analítica. Todavia, ela permitirá entender melhor a realidade.

9. Origem e evolução

I. A *corporate governance* tem origem norte-americana. Ela remonta a 1932, altura em que Berle e Means expuseram o tema da separação, nas grandes empresas, entre a propriedade (formal) e o controlo. Como assegurar que os gestores, que detêm o controlo, agem no interesse dos proprietários? Seria o problema da representação (*agency problem*): haveria que prever um jogo de incentivos e de monitorização para assegurar esse desiderato.

Grosso modo, o sistema era arbitrado pelo mercado: a empresa mal gerida via cair as suas cotações, acabando por ser vítima de um *takeover*. Os novos titulares do capital poderiam optar entre desmantelar a empresa ou proceder a reajustamentos na sua gestão.

II. A partir dos anos 90 do século XX, a política económica e a prevenção vieram a assumir o lugar dos *takeovers*. Estes implicavam custos sociais elevados, instilando uma insegurança junto dos inves-

tidores. Devemos ainda ter presente que, nos Estados Unidos, as empresas financiam-se junto do mercado de capitais e não na banca. Torna-se importante, por isso, uma difusão de informações aprazíveis e um instrumento de segurança na gestão das empresas.

III. A *corporate governance*, agora com um sentido funcional e normativo mais vincado, ganha um uso e uma intensidade sem precedentes. Novos métodos de análise permitiram estabelecer o papel de um governo societário forte sobre os resultados da sociedade. Este foi incrementado. Mas teve um subproduto infeliz: uma sucessão de escândalos, com relevo para os casos mediáticos da Enron, da World-Com e da Global Crossing. Até à crise de 2007/2009, sete das doze maiores falências da História norte-americana ocorreram em 2002.

IV. O governo das sociedades tinha de assumir um papel mais moralizador e fiscalizador. Foram publicadas leis, com relevo para o norte-americano Sarbanes-Oxley Act (2002). Foram ainda estabelecidas incompatibilidades, garantias de independência, práticas moralizadoras e incrementos de responsabilidade.

A matéria tem conhecido um crescimento exponencial.

10. Expansão mundial

I. A *corporate governance* alargou-se, nos últimos anos, à Aldeia Global que é, hoje, o nosso Planeta. Primeiro, ela surge no Reino Unido, mercê das facilidades linguísticas e jurídico-culturais. Elaborou-se, sob o cuidado do *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, presidido por Sir Adrian Cadbury, um primeiro “código de boas práticas de governo das sociedades” (1992), conhecido como Relatório Cadbury. Seguiram-se outras iniciativas.

II. A ideia de *corporate governance* alargou-se, depois, aos diversos países. O fascínio pelos sucessos norte-americanos, que asseguravam as mais elevadas taxas de crescimento, apesar das políticas externas erráticas, em conjunto com a pressão da cultura anglo-saxónica, explicará parte do fenómeno.

De todo o modo, a doutrina sublinha que os efeitos do governo das sociedades são já suficientemente marcantes para se poder concluir: não estamos perante um mero efeito de moda mas, antes, em face de um movimento de fundo, com consequências duradouras na panorâmica societária.

III. A *corporate governance* tem vindo a ser acolhida nos diversos países, dando corpo a regras adoptadas por instituições empresariais representativas ou a recomendações de entidades públicas ou de supervisão. Impõe-se, já hoje, um trabalho comparativo, com referências europeias. Surgem estudos de *Corporate Governance* por sectores, com relevo para o campo mobiliário. Ocorrem novos problemas.

IV. A publicação, na Alemanha, do *Deutsche Corporate Governance Kodex*, de 26-Fev.-2002 deu um alento especial à matéria, multiplicando-se as publicações especializadas. As disposições do *Kodex* não são, por si, Direito vigente, embora por vezes retomem (ou fiquem aquém) de normas jurídicas. Os escândalos norte-americanos, seguidos por alguns problemas na Europa, provocaram um novo surto na matéria. Perguntam os Autores se estaremos perante uma permanente reforma do Direito das sociedades, particularmente das anónimas¹¹. A presente crise veio atrasar a resposta.

V. A *corporate governance* deu ainda lugar a uma literatura comparatística envolvente, onde são descritos, lado a lado, as diversas experiências de governo das sociedades.

A leitura destes escritos não satisfaz as exigências da dogmática continental. Confirma a impressão inicial de uma acentuada falta de análise e de precisão conceitual, em textos que misturam casuísticas, descrições fluidas e considerações políticas diversas. Todavia, é inegável que eles permitem uma aproximação societária por ângulos

11 Wolfgang Bernhardt, *Sech Jahre Deutscher Corporate Governance Kodex / Eine Erfolgsgeschichte?*, BB 200, 1686-1692.

funcionais: porventura mais realistas do que a tradicional dogmática continental. Estamos, assim, perante um filão que cumpre aproveitar.

Em nome desta nova frente problemática têm sido estudadas e adoptadas reformas nos diversos países.

III — O governo das sociedades em Portugal

11. As vias de penetração

I. O governo das sociedades tem penetrado, na realidade do Direito português das sociedades, por seis vias:

— através de práticos do Direito, com especial capacidade na área das relações internacionais;

— mercê dos estudiosos que exercem funções no âmbito da CMVM;

— por via dos especialistas em técnicas de gestão; hoje: de “governo das sociedades”;

— pela pressão do Direito europeu;

— pelo ensino universitário;

— mediante reformas legislativas.

O papel dos práticos do Direito foi pioneiro. Em especial contacto com a realidade dos outros países, particularmente anglo-saxónicos, eles tiveram acesso imediato às novas orientações vindas de além-Atlântico e de além-Mancha. Por vezes, tiveram à possibilidade de transmitir conhecimentos assim adquiridos, publicando-os.

II. Os estudiosos que actuam no âmbito da CMVM têm uma apetência de princípio pelos temas do governo das sociedades. Cabe-lhes, em especial, preparar os regulamentos e as recomendações que irão enquadrar o mercado mobiliário. A sua sensibilidade à doutrina de língua inglesa reforçou a natural ligação com os mercados mun-

diais, em breve trecho dominados pela linguagem e pelos princípios de gestão norte-americanos.

Num plano próximo podemos colocar os especialistas em técnicas de gestão, muitas vezes de formação anglo-saxónica. Organizados no IPCG — Instituto Português de Corporate Governance, eles são responsáveis pela penetração do pensamento subjacente nas grandes empresas nacionais.

III. No plano europeu, temos desde logo presente a já referida Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu: *Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na União Europeia — Uma estratégia para o futuro*¹². Retemos o troço seguinte:

A UE deve definir uma abordagem própria em matéria de *governo das sociedades*, adaptada às suas tradições culturais e empresariais. Com efeito, trata-se de uma oportunidade no sentido de a União reforçar a sua influência à escala mundial através de regras de *governo das sociedades* sólidas e sensatas. O *governo das sociedades* constitui efectivamente uma área em que as normas têm vindo cada vez mais a ser estabelecidas a nível internacional, conforme evidenciado pela recente evolução registada nos Estados Unidos. A Lei *Sarbanes-Oxley*, adoptada em 30 de Julho de 2002, após uma série de escândalos, representou uma resposta rápida neste contexto. Infelizmente, suscitou uma série de problemas, devido aos seus efeitos extraterritoriais a nível das empresas e dos revisores oficiais de contas na Europa, tendo a Comissão empreendido um intenso diálogo com as autoridades norte-americanas (nomeadamente a *Securities and Exchange Commission*) no domínio da regulamentação com vista a negociar soluções aceitáveis. Em muitas áreas, a UE partilha objectivos e princípios gerais idênticos aos enunciados na Lei *Sarbanes-Oxley* e, nalguns casos, vigora já uma regulamentação sólida e equivalente na UE. Nalgumas outras áreas, contudo, são necessárias novas iniciativas. Assegurar o direito de serem reconhecidas como regras menos

¹² COM (2003) 284 final. Vide o nosso *Direito europeu das sociedades* (2005), 94 ss..

“equivalentes” a outras regras nacionais e internacionais constitui, só por si, um objectivo legítimo e profícuo.

Fica, naturalmente, a grande questão: as várias medidas preconizadas, no tocante à fiscalização, à responsabilidade dos administradores, aos figurinos de organização e à evolução do próprio Direito das sociedades não estariam ao alcance da linguagem continental clássica? A resposta seria, teoricamente, positiva. Todavia, o influxo anglo-saxónico foi um motor poderoso neste domínio. A linguagem adoptada é, ainda, a da *corporate governance*: ora a moderna Ciência do Direito assenta no relevo substantivo da linguagem. Não podemos ainda falar numa legislação directa europeia sobre governo das sociedades. Mas a pressão existe e é efectiva.

IV. O ensino universitário debate-se com a estreiteza dos planos de estudos. O âmbito lato do Direito comercial tem dificuldades em acolher mais esta província. De todo o modo, são feitas, há anos, referências básicas em obras gerais surgindo, mais recentemente, planos de estudos relativos a disciplinas especializadas de processo das sociedades, nos cursos de mestrado. Pelas características do nosso País: a matéria terá de ser aprofundada a esse nível.

V. Finalmente, o governo das sociedades tem-se projectado em reformas legislativas, com especial relevo para a de 2006. Vamos ver.

12. A projecção na reforma de 2006

I. Na preparação da reforma levada a cabo, no Código das Sociedades Comerciais, pelo Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de Março, houve uma efectiva projecção de certos vectores da denominada *corporate governance*. De acordo com o estudo preparatório elaborado pela CMVM, a “ reformulação global e coerente do regime das sociedades anónimas em Portugal ” implica os objectivos seguintes:

- a.* Promover a competitividade das empresas portuguesas, permitindo o seu alinhamento com modelos organizativos avançados;
- b.* Ampliação da autonomia societária, designadamente através da abertura do leque de opções quanto a soluções de governação;
- c.* Eliminar distorções injustificadas entre modelos de governação;
- d.* Aproveitar os textos comunitários concluídos com relevo directo sobre a questão dos modelos de governação e direcção de sociedades anónimas;
- e.* Atender às especificidades das pequenas sociedades anónimas;
- f.* Aproveitar as novas tecnologias da sociedade da informação em benefício do funcionamento dos órgãos sociais e dos mecanismos de comunicação entre os sócios e as sociedades.

II. Há algum desenvolvimento vocabular. Todavia, a reforma aprovada deu corpo, em especial, aos pontos *b* e *f*, acima referidos. Quanto a modelos: houve um reforço efectivo da fiscalização, com múltiplos reflexos na prestação de contas.

III. No tocante à administração, como temos referido, deram-se dois passos, em nome do governo das sociedades:

— alterou-se o artigo 64^o, de modo a justapor-lhe categorias anglo-saxónicas de deveres;

— introduziu-se o *business judgement rule*.

Trata-se de aspectos que irão sendo clarificados, nos próximos anos.

IV — Os reflexos da crise

13. Nas vésperas da crise

I. A projecção da *corporate governance*, enquanto “ideologia”, foi intensa, nas grandes empresas. Para além da introdução de uma

terminologia anglo-saxónica, essa fórmula legítima, no plano das ideias, reformulações nos esquemas de retribuição dos administradores e na arrumação dos conselhos de administração e — com menor efectividade — na reorganização das fiscalizações. O sector bancário parece, justamente, ser dos mais sensíveis. Além disso, a matéria comunica-se, rapidamente, ao sector público.

II. No plano legislativo, o governo das sociedades serviu, essencialmente, como força impulsionadora da reforma de 2006, junto do legislador. A configuração concreta da reforma não dependeu dos “novos” princípios: estava ao alcance da técnica continental.

Estamos ainda longe de qualquer concretização jurisprudencial. Nesse domínio, impor-se-á toda uma divulgação jurídico-científica da matéria, junto dos agentes jurídicos: consultores, advogados e administradores. Estamos no Direito privado: os tribunais só decidem quando devidamente solicitados pelas partes.

III. O especial fascínio do governo das sociedades advém da integração, entre regras jurídicas, de princípios de gestão e de normas éticas. A *corporate governance* não é definível em termos jurídicos: abrange um conjunto de máximas válidas para uma gestão de empresas responsável e criadora de riqueza a longo prazo, para um controlo de empresas e para a transparência. Podemos dizer que ficam abrangidas:

— verdadeiras regras jurídicas societárias, como sucede com o artigo 64.º e com os preceitos relativos à prestação de contas;

— regras gerais de ordem civil e deveres acessórios, também de base jurídica;

— princípios e normas de gestão, de tipo económico e para as quais, eventualmente, poderão remeter normas jurídicas;

— postulados morais e de bom senso, sempre susceptíveis de interferir na concretização de conceitos indeterminados.

IV. A grande vantagem do governo das sociedades estaria na sua natureza não legalista ou, mais concretamente: na flexibilização

da dogmática continental, que ele acarreta. Lidamos com regras flexíveis, de densidade variável, adaptáveis a situações profundamente distintas e que não vemos como inserir num Código de Sociedades Comerciais. De resto: não temos conhecimento de, em qualquer País, se ter seguido tal via. De todo o modo, o governo das sociedades é um tema do nosso tempo. Fortemente impressivo, pela nota norte-americana de modernidade que comporta, o governo das sociedades não podia deixar de ser arvorado, pelo legislador, em bandeira de reforma. O seu papel acabou, todavia, por ser modesto: quedou-se pela reforma do artigo 64.^o, com todos os óbices e desafios que temos vindo a assinalar em diversas ocasiões¹³.

V. Fora do estrito campo legal, o tema do governo das sociedades tem um papel acrescido. A CMVM produz regulamentos e recomendações de nível elevado e que têm como bússola importantes princípios de governo das sociedades. Além disso, ela tem uma actuação informal junto das grandes empresas, que permite pôr no terreno vectores importantes na área da boa gestão, da transparência e da informação ao mercado.

Em suma: filtra uma cultura de modernidade, importante na Aldeia Global.

O desafio que se enfrentava era outro: velar para que o acolhimento dos princípios do governo das sociedades não provocasse um abaixamento técnico-jurídico, nem se traduzisse por mais uma desmesurada fonte de complexidade societária.

14. As medidas anti-crise

I. Alan Greenspan (nascido em 1926) e presidente da Reserva Federal Norte-Americana, desde 1987 a 2006, tem sido, mercê da sua política monetarista e grande incentivadora de liquidez, apontado

¹³ Vide, em especial, os nossos escritos *Os deveres fundamentais dos administradores das sociedades*, ROA 66 (2006), 443-488 e *A lealdade no Direito das sociedades*, ROA 66 (2006), 1033-1065.

como o grande responsável pela crise em curso. A História o dirá. Certo é que o próprio Greenspan veio declarar, em Dezembro de 2007 que, depois de observar “bolhas” de preços durante meio século, chegara à conclusão de que elas não podem ser desarmadas sem que a febre especulativa se extinga por si só. Poderíamos dizer: na presença de uma “bolha”, qualquer saída passa pelo seu rebentamento, uma vez que ela não é sustentável *ad infinitum*. Por definição, os recém-chegados ao mercado são em número limitado.

II. Em boa verdade: as medidas anti-crise têm surgido, essencialmente, na área monetarista. Os bancos centrais procuram obviar à crise do crédito injectando quantidades inimagináveis de moeda, nos circuitos financeiros. E como estes se mantêm retraídos (só emprestam a quem não precisa e em termos proibitivos!), os Estados passam a injectar directamente liquidez nas áreas sensíveis. Vejam-se as recentes medidas no sector automóvel. De momento, não parece credível a ameaça, tão cedo, de novas bolhas. Mas é evidente: o sistema mostrou os seus limites e haverá que tomar medidas “anti-bolha”, sob pena de, à crise presente, se seguirem outras, cada vez mais graves, até que nada mais possa ser feito.

III. Além de obviar à falta de liquidez, há que atacar a frente da confiança. O restabelecimento da confiança nas instituições de crédito tem levado os Estados a garantir depósitos e financiamentos. Esse aspecto é importante, uma vez que a liquidez está na dependência dos bancos centrais, hoje independentes dos governos.

Tudo isto pode ser documentado com as medidas legislativas tomadas entre nós. Temos:

— o Aviso do Banco de Portugal de 14-Out.-2008¹⁴, quanto a fundos próprios;

— a Lei nº 60-A/2008, de 20 de Outubro, que estabeleceu a possibilidade de concessão extraordinária de garantias pessoais, pelo

¹⁴ DR II Série, nº 202, de 17-Out.-2008, 42500-42503; este Aviso republica, em Anexo, o Aviso nº 12/92.

Estado, no âmbito do sistema financeiro; esta Lei foi regulamentada pela Portaria nº 1219-A/2008, de 23 de Outubro;

— o Decreto-Lei nº 211-A/2008, de 3 de Novembro, que veio reforçar os deveres de informação e de transparência no âmbito do sector financeiro e que veio elevar, de 25.000 para 100.000 o limite de cobertura do Fundo de Garantia de Depósitos e do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo;

— a Lei nº 62-A/2008, de 11 de Novembro, que nacionalizou o BPN; os seus novos estatutos foram aprovados pelo Decreto-Lei nº 5/2009, de 6 de Janeiro;

— a Lei nº 63-A/2008, de 24 de Novembro, que estabeleceu medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito no âmbito da iniciativa para o reforço da estabilidade financeira e da disponibilização de liquidez nos mercados financeiros: um diploma complexo, a examinar ulteriormente;

— o Aviso do Banco de Portugal nº 10/2008, de 9 de Dezembro, que fixou os deveres de informação, transparência a observar pelas instituições de crédito¹⁵.

15. Uma nova regulação?

I. As medidas monetaristas e de restabelecimento da confiança na banca são meros paleativos. Há que ir mais longe: seja para conter o prolongamento da crise, seja para combater os seus reflexos económicos e sociais, seja, finalmente, para que não volte a produzir-se. E vai ser difícil: seria necessário modificar o modo de vida dos ocidentais (EEUU e UE) que não podem, indefinidamente, viver acima das suas possibilidades, exportando créditos em troca de mercadorias.

¹⁵ DR II Série, nº 246, de 22-Dez.-2008, 50893-50896.

II. A aventura *subprime* mostra que não pode haver sector do crédito sem regulação. Cabe às entidades de supervisão assegurar-se de que não são feitos empréstimos puramente “especulativos” e, muito menos, “em cavalaria”. Trata-se de uma evidência aplicável à habitação e, ainda, ao sector mobiliário e ao comércio das matérias primas. Se esta regra for montada e observada, não haverá “bolhas”.

Mais complicado: a um mercado planetário de capitais, terá de corresponder uma supervisão mundial. De pouco valerá combater o futuro aparecimento de “bolhas” imobiliárias na Califórnia se podem surgir “bolhas” do petróleo, dos cereais ou mobiliárias em Nova Iorque, no Extremo-Oriente ou na Europa. Como alternativa: fechar as fronteiras e pôr termo à globalização do dinheiro, num retrocesso relativamente à grande meta que seria um justo e pacificador governo planetário.

III. A regulação do crédito é óbvia e está a ser montada, tendo já sido votadas leis decisivas, nos Estados Unidos. A supervisão mundial passa por acordos entre os grandes bancos centrais, sendo os efeitos das medidas corajosas encetadas pela Administração Obama.

16. Um novo governo das sociedades?

I. E com isto chegamos às grandes linhas do que poderá ser um novo governo das sociedades. Desde logo quanto à banca: emprestar em cenários de especulação ou de cavalaria é alimentar “bolhas”. O excesso de liquidez (quando o haverá?) deveria ser canalizado para actividades produtivas, com o ambiente em relevo. A regulação deverá ser dobrada por um código de conduta sensível às consequências globais dos financiamentos.

De seguida, quanto às empresas: procurar lucros fáceis em “bolhas” deve ser prática vedada. Sociedades do sector primário ou do secundário não procedem a aquisições maciças de participações, nas áreas que não lhes digam respeito. Não é essa a sua vocação.

Também aqui se impõem códigos de conduta que vedem o desvio especulativo de fundos.

II. As aventuras Enron, WorldCom e outras mostram (se necessário fosse) que a contabilidade deve ser saudável e controlável. A “limpeza” de balanços com a titulação deve ser prevenida. A exacta divulgação dos riscos deve entrar na rotina. A fiscalização interna deve ser operativa, dispondo dos meios necessários.

Noutro nível: há que restabelecer os níveis de 1970, no tocante à parte dos salários nos PIBs. Impõe-se uma ética nesse sentido, sob pena de novos desequilíbrios no sistema.

III. A crucificação dos gestores deve cessar. Mas uma indexação da sua retribuição às contingências de resultados momentâneos deve ser revista: haverá que atender a objectivos profundos e ligados ao coração dos negócios. Na fixação das retribuições, há que fazer intervir considerações éticas e de bom senso¹⁶.

As decisões devem ser colectivas: não é pensável que decisões de um só homem possam comprometer toda uma instituição. Haverá, pois, que insistir na colegiabilidade das administrações e na corresponsabilização de todos os envolvidos.

Sem encerrar o progresso num colete de forças: a mera *soft law* é insuficiente. Atendendo às especificidades de cada caso, há que prever regras claras e sancionáveis.

IV. O sistema de mercado continua sem alternativas. Mas desde o século XIX, é sabido que, sem o amparo do Direito, a livre iniciativa recompensa os mais predadores, com a destruição, o termo,

¹⁶ Há, ainda, pouco produção jurídico-científica sobre este tema. Reportamos, com interesse: Hans-Ulrich Wiesing/Katharina Keissl, *Herabsetzung von Vorstandsbezügen in Zeiten der Krise*, BB 2008, 2422-2426 e Michael Kort, *Pflichten von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern beim Erwerb eigener Aktien zwecks Vorstandsvergütung*, NZG 2008, 823-825.

do próprio mercado. As leis Sherman Anti-Trust de 1890, documentam-no, há 120 anos. Haverá, pois, que apostar no Direito como amparo e guardião do mercado, aperfeiçoando uma dogmática responsiva. Também aqui não há alternativas.