

CRISE FINANCEIRA E REGULAÇÃO (*)

*Pelo Mestre Dr. Paulo Câmara (**)*

SUMÁRIO:

1. Introdução; sequência; 2. Prestação de garantias do Estado em operações de financiamento; 3. Medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito e as novas recomendações prudenciais; 4. Restrições ao *short selling*; 5. Alterações ao regime do fundo de garantia de depósitos; 6. Elevação das molduras sancionatórias; 7. Os fundos de investimento imobiliário para arrendamento habitacional; 8. Reforço dos deveres de transparência na actividade financeira; 9. Continuação: os deveres de informação nos produtos financeiros complexos; 10. Aprovação de declaração sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos sociais; 11. Alterações ao funcionamento do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros; 12. A nacionalização do Banco Português de Negócios e o novo regime de apropriação pública de participações sociais; 13. O novo regime de redução do valor nominal accionista; 14. Balanço final.

1. Introdução; sequência

I — A prolífica discussão sobre a crise financeira internacional iniciada no Verão de 2007, tem vindo a expandir-se gradual-

(*) As normas citadas sem indicação de fonte pertencem ao Código dos Valores Mobiliários português, aprovado pelo DL n.º 486/99, de 13 de Novembro, e sucessivamente alterado, salvo se do contexto resultar fonte diversa. O texto encontra-se actualizado à data de 10 de Janeiro de 2009.

(**) Docente universitário, Mestre em Direito (Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa).

mente da área económica para a área jurídica, em atenção ao acervo de medidas regulatórias já aprovadas, ou em preparação, em resposta à turbulência financeira persistente.

A literatura económica converge no diagnóstico essencial das determinantes causais do contexto. A endémica sobreutilização do crédito, as políticas monetárias expansionistas ⁽¹⁾ e a propagação de técnicas de titularização ⁽²⁾ ocorreram em ambiente de falhas dos sistemas de gestão do risco e de gestão de conflito de interesses. Por seu turno, o processo de distribuição de produtos financeiros complexos revelou-se identicamente deficitário, depositando um excesso de confiança nas sociedades de notação de risco, as quais muitas vezes mostraram-se impreparadas para avaliar os instrumentos financeiros de elevada sofisticação ⁽³⁾. Neste cenário, o colapso dos preços no sector imobiliário determinou uma depreciação galopante de diversos instrumentos financeiros, perante a qual sucumbiram algumas instituições financeiras. A este quadro ficaram rapidamente associadas, de modo generalizado, uma crise de liquidez e uma crise de confiança ⁽⁴⁾.

II — Pela sua extensão — geográfica, sectorial e temporal — e pelas suas múltiplas implicações, a crise constitui já um grande tema do nosso tempo. Também assim sucede à luz do Direito, porquanto numerosos factores que contribuíram para a crise têm natureza jurídica, ou reclamam uma análise jurídica, e porque as res-

⁽¹⁾ MARTIN WOLF, *A Reconstrução do Sistema Financeiro Global*, (2008, trad. de 2009), 187-200.

⁽²⁾ A alteração de um sistema financeiro baseado nos bancos para um sistema baseado no mercado, e o (perigoso) predomínio de alienantes de risco sobre assuntadores de risco, são adequadamente tratados em EUROPEAN PARLIAMENT / POLICY DEPARTMENT ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY, *Financial Supervision and Crisis Management in the EU*, (2007), 2, 20-27 e *passim*.

⁽³⁾ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The role of ratings in structured finance: issues and implications* (Jan.-2005); AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Ratings in the securitization industry* (Jan.- 2006); CESR, *Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code. The role of credit rating agencies in structured finance*, (2008), acessível em <http://www.cesr-eu.org/index.php?page=groups&mac=0&id=43>.

⁽⁴⁾ GEORGE SOROS, *O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros. A Crise de Crédito de 2008 e as suas Implicações*, Coimbra (2008), 13-30, 189-216.

postas para a crise implicam, em larga medida, intervenções legislativas e regulatórias ⁽⁵⁾. É precisamente neste último ponto que se detém este texto, curando das medidas normativas adoptadas em Portugal em reacção à crise dos mercados financeiros.

2. Prestação de garantias do Estado em operações de financiamento

I — Embora determinada por uma constelação complexa de factores, a crise determinou nomeadamente notórias dificuldades de financiamento através do mercado inter-bancário.

Neste quadro, a Comunicação Europeia aprovou, em Outubro de 2008, um conjunto de orientações sobre auxílios estatais a instituições financeiras ⁽⁶⁾. Nesse documento, a Comissão Europeia confirmou que o art. 87 (3) (b) do Tratado autoriza auxílios estatais em caso de desequilíbrio sério da economia de um Estado-Membro, o que serve de fundamento legal para a adopção de medidas no contexto da crise financeira ⁽⁷⁾. No entender da Comissão, as medidas devem revestir carácter transitório e serem limitadas ao mínimo; devem ainda revestir natureza não-discriminatória e evitar provocar distorções indevidas na concorrência ⁽⁸⁾. Um dos exemplos invocado de medidas a adoptar é o da prestação de garantias estatais a cobrir as responsabilidades de instituições financeiras.

⁽⁵⁾ Quanto aos dados de contexto, e nomeadamente no tocante às debilidades da arquitectura institucional envolvente, permito-me reenviar para o meu *Regulação e Valores Mobiliários*, em EDUARDO PAZ FERREIRA / LUÍS SILVA MORAIS / GONÇALO ANASTÁCIO (org.), *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, (2009), 127-186.

⁽⁶⁾ EUROPEAN COMMISSION, *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis*, JO C 270, (25-Out.-2008).

⁽⁷⁾ Como ilustração: GUSTAVO LUENGO HERNÁNDEZ DE MADRID, *Regulation of Subsidies and State Aids in WTO and EC Law*, (2007), 353-355.

⁽⁸⁾ Sobre as derrogações comunitárias em matéria de auxílios estatais, reenvia-se nomeadamente para GIAN MICHELE ROBERTI, *Gli Aiuti di Stato nel Diritto Comunitario*, (1997), 83-134; BEGOÑA PÉREZ BERNABEU, *Ayudas de Estado en la Jurisprudencia Comunitaria. Concepto y Tratamiento*, Valência, (2008), 82-102.

II — Na sequência desse documento, em Portugal procurou-se superar as dificuldades do mercado interbancário através da disponibilização de garantias a serem prestadas pelo Estado em contratos de financiamento. Disso se encarregou a Lei n.º 60-A/2008, de 20 de Outubro, cujo desenvolvimento regulamentar coube à Portaria n.º 1219-A/2008, de 23 de Outubro. Estas intervenções legislativas mereceram já aprovação por parte da Comissão Europeia, que as considerou lícitas em confronto com o regime de auxílios do Estado ⁽⁹⁾.

Quanto ao âmbito de aplicação deste regime, frise-se que apenas podem ser beneficiárias destas garantias as instituições de crédito com sede em Portugal. As instituições de crédito elegíveis devem para o efeito apresentar um pedido no Banco de Portugal ⁽¹⁰⁾.

O possível objecto da garantia são as obrigações assumidas em contratos de financiamento ou emissão de obrigações não subordinadas, denominadas em euros, com um prazo mínimo de 3 meses e um prazo máximo de 3 anos (extensível até 5 anos, sob proposta do Banco de Portugal).

III — Como contrapartida da garantia, o Estado auferirá uma comissão calculada segundo critérios de mercado e atendendo ao nível de risco da operação, calculada de acordo com o anexo à Portaria n.º 1219-A/2008.

Sendo accionada a garantia, o Estado fica subrogado nos direitos do credor ⁽¹¹⁾, podendo optar por alternativa ou cumulativamente por:

- Converter o crédito em capital sobre instituição beneficiária; e/ou

⁽⁹⁾ O comunicado encontra-se disponível em <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1601&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>.

⁽¹⁰⁾ Veja-se, a propósito, o art. 3.º da Portaria n.º 1219-A/2008, de 23 de Outubro, que prevê neste contexto uma articulação entre o Banco Central e o Instituto de Gestão do Crédito Público.

⁽¹¹⁾ Art. 10.º da Portaria n.º 1219-A/2008, de 23 de Outubro.

- Decidir sobre adopção de regras de governação, incluindo distribuição de dividendos ou remuneração dos membros dos órgãos sociais do devedor; e/ou
- Designar administradores provisórios, assumindo o Governo as prerrogativas atribuídas pelo Regime Geral das Instituições de Crédito ao Banco de Portugal.

Daqui se infere que, “*se e na medida em que se necessário para salvaguarda do seu interesse patrimonial do Estado*” ⁽¹²⁾, podem ser constituídas prerrogativas de excepção a reforçar o crédito público. Olhando para o topo da lista, estas podem implicar a própria transformação do direito de crédito em participações sociais, o que supõe uma rigorosa avaliação do crédito, nos termos gerais. Quanto ao segundo tipo de medidas elencado, é forçoso o recurso ao princípio geral de proporcionalidade para, fora de um processo falimentar, delimitar o alcance permitido das medidas de governação decididas. Por último, não deixa de se sublinhar a possível governamentalização do processo de saneamento, revelada na designação de administradores provisórios pelo Governo. Trata-se, neste ponto, de um lamentável retrocesso, ao arrepio dos vectores de fundo do actual direito falimentar financeiro, que confiam inteira responsabilidade à autoridade de supervisão bancária ⁽¹³⁾.

3. Medidas de reforço da solidez financeira das instituições de crédito e as novas recomendações prudenciais

I — O contexto de crise financeira originou ainda a aprovação de um plano de reforço da solidez financeira de instituições de crédito no valor total de 4.000 milhões de euros, a coberto da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro. Este regime destina-se a ins-

⁽¹²⁾ A expressão é retirada do proémio do art. 10.º da Portaria n.º 1219-A/2008, de 23 de Outubro.

⁽¹³⁾ Rege sobre a matéria o DL n.º 199/2006, de 25 de Outubro, em transposição da Directiva n.º 2001/24/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 4 de Abril de 2001.

tituições de crédito com sede em Portugal que os pretendam utilizar, mediante uma de duas modalidades:

- Reforço dos níveis de fundos próprios das instituições de crédito que reúnam adequadas condições de solidez e solvência aferidas de acordo com a legislação aplicável; ou
- Participação no plano de recuperação e saneamento de instituição de crédito que, nos termos do artigo 141.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, apresentem, ou mostrem risco de apresentar, um nível de fundos próprios, solvabilidade ou liquidez inferior ao mínimo legal.

Uma forma de intervenção prevista é a emissão de acções preferenciais a favor do Estado. Estas serão detidas no prazo de 3 a 5 anos, com a atribuição de um direito de compra por parte do banco recapitalizado. Prevê-se que o dividendo das acções a subcrever seja fixo e remunerado a uma taxa fixa, a determinar através de Portaria ministerial ⁽¹⁴⁾.

São feitas diversas derrogações à aplicação de regras comuns de Direito societário para a tomada de deliberação de adesão a este plano, e de derrogação de dever de lançamento de OPA, em caso de ultrapassagem de limiares do art. 187.º do Código dos Valores Mobiliários pelo Estado ou por entidade pública ⁽¹⁵⁾.

II — Enquanto a instituição de crédito se encontrar abrangida pelo investimento público para reforço de fundos próprios fica sujeita aos termos, condições e encargos fixados no despacho governamental sobre a matéria ⁽¹⁶⁾, designadamente, no que se refere:

- a) À utilização dos meios facultados ao abrigo do reforço de fundos próprios, em particular no que se refere ao contributo da instituição de crédito para o financiamento da

⁽¹⁴⁾ Art. 4.º, n.º 4 da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro.

⁽¹⁵⁾ Em geral, cfr. PAULO CÂMARA, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo Código dos Valores Mobiliários*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. II, Coimbra (2000), 203-284.

⁽¹⁶⁾ Arts. 13.º e 14.º da Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro.

economia, nomeadamente às famílias e às pequenas e médias empresas;

- b) À adopção de princípios de bom governo societário, que podem incluir o reforço do número de administradores independentes;
- c) À política de distribuição de dividendos e de remuneração dos titulares dos órgãos de administração e fiscalização, bem como à possibilidade de introdução de limitações a outras compensações de que beneficiem esses titulares, independentemente da natureza que revistam;
- d) À adopção de medidas destinadas a evitar distorções de concorrência;
- e) À possibilidade de ser necessário o reforço das contribuições para os fundos de garantia de depósitos;
- f) À adopção de mecanismos que permitam concretizar o desinvestimento público em condições de mercado que garantam uma adequada remuneração do capital investido, assegurando assim a protecção do interesse dos contribuintes.

Não pode deixar de se assinalar o potencial carácter maximalista de algumas destas contrapartidas a exigir pelo Estado, com possível interferência na autonomia empresarial das entidades financiadas, o que poderá desencorajar algumas instituições ao recurso a este expediente.

III — Esta medida legislativa foi adoptada em simultâneo com a recomendação dirigida às instituições financeiras de aumentarem o rácio mínimo dos fundos próprios de base (*Tier I*) para 8 %, a partir de Setembro de 2009 ⁽¹⁷⁾.

Convém assinalar devidamente que, embora a título recomendatório ⁽¹⁸⁾, esta alteração das indicações prudenciais é anunciada

⁽¹⁷⁾ BANCO DE PORTUGAL, Carta Circular n.º 83/2008/DSBDR, de 12 de Novembro.

⁽¹⁸⁾ É revelador o reconhecimento, feito por LUÍS MÁXIMO DOS SANTOS, de que as indicações transmitidas sob a forma de Cartas Circulares são usualmente *bastante eficazes*; *Regulação e Supervisão Bancária*, em EDUARDO PAZ FERREIRA / LUÍS SILVA MORAIS / GONÇALO ANASTÁCIO (org.), *Regulação em Portugal: Novos Tempos, Novo Modelo?*, (2009), 103, n. 75.

num momento em que as condições de mercado se apresentam bastante adversas. A par da genérica conjuntura depressiva bolsista, os mercados internacionais de dívida, na melhor das hipóteses, depararam-se com emissões a serem colocadas com *spreads* bastante elevados, ainda que asseguradas por garantias do Estado. A apetência dos investidores para a tomada de participações de capital atinge, por seu turno, níveis historicamente baixos.

A *occasio legis* desta alteração na orientação da autoridade de supervisão bancária deve, assim, mostrar implicações hermenêuticas, no tocante à fixação do sentido decisivo das normas jurídicas envolventes. Das prescrições convocadas para a aplicação deve realizar-se uma interpretação criteriosa e flexível — mas não formalista —, em atenção aos objectivos de fundo visados pelo legislador, quanto ao reforço dos capitais dotados de estabilidade, em garantia do sistema financeiro e dos seus agentes.

IV — As exigências do rácio de fundos próprios de base fundam-se na necessidade de assegurar uma categoria de fundos dotados de maior estabilidade, que possam servir de barómetro da resiliência bancária para absorver rapidamente eventuais perdas futuras.

Como fundos próprios de base, o art. 12.º da Directiva 2006/49/CE, de 14 de Junho de 2006, inclui os seguintes elementos positivos:

- O capital, na aceção do artigo 22.º da Directiva 86/635/CEE, na medida em que tenha sido realizado, acrescido dos prémios de emissão, mas com exclusão das acções preferenciais cumulativas ⁽¹⁹⁾;
- As reservas, na aceção do artigo 23.º da Directiva 86/635/CEE, e os resultados transitados por afectação do resultado final;
- Os fundos para riscos bancários gerais, na aceção do artigo 38.º da Directiva 86/635/CEE.

⁽¹⁹⁾ As acções preferenciais cumulativas são aquelas em que o accionista retém o direito ao dividendo, ainda que este não possa ser pago em certos exercícios, acumulando-se o débito da sociedade para o accionista a título de dividendos até pagamento integral.

A estes deduzir-se-ão, como elementos negativos dos fundos próprios de base:

- As acções próprias detidas pela instituição de crédito pelo seu valor de inscrição no activo;
- Os activos incorpóreos na acepção do ponto 9 do artigo 4.º (activo) da Directiva 86/635/CEE;
- Os resultados negativos do exercício em curso.

A transposição dos dispositivos comunitários citados para o sistema jurídico nacional foi realizada através do Aviso n.º 12/92 do Banco de Portugal. Já tendo sido objecto de diversas alterações, a última das quais efectuada através do Aviso n.º 9/2008, publicado no DR II, de 3 de Novembro de 2008, este regulamento indica como elementos positivos dos fundos próprios os seguintes:

- Capital realizado, incluindo a parte representada por acções preferenciais não remíveis;
- Prémios de emissão de acções e de títulos de participação;
- Reservas legais, estatutárias e outras formadas por resultados não distribuídos;
- Resultados positivos transitados de exercícios anteriores;
- Resultados positivos do último exercício;
- Resultados positivos provisórios do exercício em curso;
- Fundo para «Riscos bancários gerais»;
- Reservas de conversão cambial e de cobertura de investimento líquido em unidade operacional no estrangeiro;
- Parcela das reservas e dos resultados correspondentes a activos por impostos diferidos.

V — Na interpretação das novas recomendações ligadas aos fundos próprios de base, cabe referir, em particular, as concernentes à delimitação dos instrumentos financeiros que se subsumem a esta categoria.

As normas prudenciais enfrentam, como objecto possível de qualificação, uma constelação complexa de instrumentos financeiros em permanente mudança. O problema mostra particular acuidade em relação à interpretação do conceito de *instrumentos financeiros representativos de capital* para efeitos do regime prudencial

descrito, sobretudo ante a emissão de instrumentos financeiros com características híbridas.

Sucedem que o ambiente concorrencial dos mercados financeiros tem precipitado o aparecimento de novos tipos de instrumentos financeiros ⁽²⁰⁾. A intensificação de produtos financeiros aliados a instrumentos derivados e (até há pouco) a ampla utilização de titularização de activos geraram uma profusão de valores de elevado hibridismo (*tracking stocks*, *participating preferred shares*, *non-share shares*) ⁽²¹⁾, alguns dos quais com consagração positiva entre nós (valores obrigatoriamente convertíveis, *credit-linked notes*, *reverse convertibles*) ⁽²²⁾. A *summa divisio* entre instrumentos financeiros de capital e instrumentos financeiros de dívida encontra-se, por isso, permanentemente questionada.

No plano normativo, este fenómeno é exponencialmente ampliado com a circulação internacional de instrumentos financeiros, confortada em termos comunitários pela harmonização do regime dos prospectos das ofertas públicas e da prestação de serviços de intermediação financeira. Acresce o princípio de atipicidade de valores mobiliários, segundo o qual os emitentes gozam de liberdade jurígena na criação e na conformação destes instrumentos financeiros (art. 1.º Código dos Valores Mobiliários) ⁽²³⁾.

Vem a propósito notar que a técnica legislativa utilizada para a fixação dos fundos próprios de base, quer no Direito comunitário ⁽²⁴⁾, quer no Direito interno, assenta numa tipologia. As tipologias, como é sabido, podem reconduzir-se a uma de três espé-

⁽²⁰⁾ Para um levantamento recente: ENGRÁCIA ANTUNES, *Os Instrumentos Financeiros*, Coimbra (2009).

⁽²¹⁾ LUCA ENRIQUES, *Quartum non datur: Appunti in tema di «Strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia»*, BBTC n.º 2 (2005) 166-183.

⁽²²⁾ CRISTINA SOFIA DIAS, *Certificados, Valores Mobiliários Convertíveis e Valores Mobiliários Condicionados por Eventos de Crédito: Algumas Notas Comparativas*, *Cadernos MVM* n.º 15, (2002), 97-113.

⁽²³⁾ Confronte-se, *inter alia*, JOSÉ DE OLIVEIRA ASCENSÃO, *O novíssimo conceito de valor mobiliário*, em *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. VI, (2006), 139-162; DANIELA BAPTISTA PASSOS, *O Princípio da Tipicidade e os Valores Mobiliários*, em MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO (org.), *Jornadas Sociedades Abertas, Valores Mobiliários e Intermediação Financeira*, Coimbra, (2007), 87-121.

⁽²⁴⁾ Art. 12.º da Directiva 2006/49/CE, de 14 de Junho de 2006.

cies: distingue-se, em geral, consoante o seu grau de abertura, as tipologias exemplificativas, delimitativas e taxativas ⁽²⁵⁾.

Atenta a permanente inovação financeira, a tipologia de fundos próprios de instituições de crédito não pode ser tida como taxativa. Com efeito, as tipologias taxativas estão reservadas para casos em que, por imperativos excepcionais de segurança do tráfego jurídico, se assenta numa lista fechada de previsões. Assim sucede, nomeadamente, com a tipologia de crimes (art. 1.º Código Penal) e de direitos reais (art. 1306.º CC).

O cenário em relação aos fundos próprios é totalmente díspar. Atenta a constante inovação financeira e a crescente diversificação de tipos de instrumentos financeiros, seria, aliás, totalmente inadequado regular os fundos próprios através de tipologias taxativas. A este propósito, declarou a Comissão Europeia em recente Proposta de Directiva: *A list of specific instruments in the Directive would quickly be outdated because of constant innovation* ⁽²⁶⁾.

Além disso, como notado, a formulação constante do Aviso do Banco de Portugal n.º 12/92 não discrimina detalhadamente os tipos de acções ou de outros instrumentos financeiros que se subsumem ao tipo dos fundos próprios de base. O desenho deste enunciado normativo concede, assim, claro espaço ao intérprete para a integração de lacunas que venham a ser detectadas.

Por estes motivos, deve a tipologia de fundos próprios bancários classificar-se como delimitativa. É possível, assim, através de aplicação analógica (*analogia legis*), qualificar como fundos próprios de base activos que não constem directamente da lista, se houver causas justificativas bastantes para tal (art. 10.º, n.º 2 CC).

4. Restrições ao *short selling*

I — A crise obrigou nomeadamente a acertos pontuais no regime da venda de valores mobiliários “curta” ou “a descoberto”

⁽²⁵⁾ OLIVEIRA ASCENSÃO, *A Tipicidade dos Direitos Reais*, (1968), 50-ss.

⁽²⁶⁾ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of The European Parliament and of The Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards banks affiliated to central institutions, certain own funds items, large exposures, supervisory arrangements, and crisis management*, (Out. 2008), disponível em http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/regcapital/crd_proposal_en.pdf.

(*short selling*), em termos que reclamam a devida atenção. Como é sabido, em causa estão os casos em que o alienante não tem, ao tempo do negócio, titularidade sobre os valores alienados, recorrendo a empréstimos ou a outros negócios de cobertura para fazer face à liquidação dos valores a transferir.

A compreensão destas medidas obriga a uma breve contextualização histórica, já que em Portugal o tratamento normativo desta conduta tem variado ao longo do tempo ⁽²⁷⁾. Em Portugal, o Código Comercial admite em geral a venda de bens alheios, exigindo que nessa situação o vendedor fique obrigado a adquirir a propriedade da coisa vendida e a proceder à sua entrega ao comprador, sob pena de incorrer no dever de indemnizar pelos danos causados (art. 467.º, n.º 2 CodCom). Porém, à luz do Código do Mercado de Valores Mobiliários, de 1991, vigorava uma solução impeditiva do *short selling*, que resultava na imposição de bloqueio sobre os valores mobiliários abrangidos pela ordem de venda (art. 68.º, n.ºs 2-7 e art. 93.º CdMVM). Tal equivalia, em termos práticos, a uma proibição de alienação de valores mobiliários não detidos ao momento da transmissão da ordem.

Impôs-se, mais tarde e progressivamente, a ideia de que o *short selling*, ao incrementar a liquidez, contribuía para a eficiência dos mercados e para uma formação de preços mais regular.

Em acolhimento destas ideias, o Código de 1999 consumou uma viragem ao paradigma do código anterior, em dois pontos essenciais. De um lado, tornou facultativo o bloqueio de valores mobiliários a alienar (art. 72.º, n.º 2). De outro lado, o regime permite a aceitação de ordens ainda que o ordenador não faça prova da disponibilidade dos valores mobiliários a alienar (art. 326.º, n.º 2 a)) ⁽²⁸⁾.

De todo o modo, deve reconhecer-se que o regime actual repousa em larga medida no critério do intermediário financeiro, como válvula de escape do sistema. Com efeito, se o cliente não

⁽²⁷⁾ FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos Diferenciais*, em *Estudos Comemorativos dos 10 Anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa*, (2008), Vol. II, 82.

⁽²⁸⁾ A disciplina legislativa é complementada através do art. 33.º do Regulamento da CMVM n.º 2/2007, relativo à aceitação de ordens com insuficiente saldo financeiro ou de instrumentos financeiros.

fizer prova da disponibilidade dos valores mobiliários a alienar, pode haver recusa de execução da ordem (art. 326.º, n.º 2 a)). Além disso, o intermediário financeiro *pode* exigir o bloqueio, sendo a recusa de bloqueio neste caso igualmente susceptível de fundar uma recusa da execução da ordem (art. 326.º, n.º 2 b)).

Paralelamente ao regime comum sobre transmissão prévia à titularidade, a lei prevê normas especiais de permissão e de proibição. Uma solução especial é a prevista no n.º 2 do art. 232.º CVM, que admite a alienação de valores ainda não emitidos e negociados em *grey market* ⁽²⁹⁾. Quanto a previsões legislativas proibitivas, reenvia-se para as proibições vigentes nos fundos de investimento mobiliário (art. 34.º, n.º 6 b) do RJOIC, aprovado pelo DL n.º 252/2003, de 17 de Outubro) e imobiliário (art. 11.º f) do RJFII, aprovado pelo DL n.º 60/2002).

III — Caso diferente é o da utilização do *short selling* acompanhado de expedientes utilizados para artificialmente baixar os preços dos instrumentos financeiros visados. Um exemplo é o da divulgação de rumores falsos sobre a sociedade visada, em paralelo à venda curta de acções por esta emitidas, para potenciar os ganhos decorrentes da expectável depreciação das cotações. Neste caso, pode estar em causa uma prática do crime de manipulação de mercado (art. 379.º CVM).

Por esse motivo é que, no contexto da crise financeira de 2008, se sucederam diversas intervenções a vedar práticas abusivas de vendas a descoberto, uma vez que aí estas serviram de factor acelerador das perdas bolsistas. O impulso inicial teve origem na autoridade norte-americana (SEC), que interveio através de um regulamento de emergência a impor a proibição de *naked shorts* — isto é, as vendas sem prévia celebração de contratos de empréstimo — relativamente a um conjunto de valores mobiliários mais vulneráveis a comportamentos manipulatórios ⁽³⁰⁾. Por iniciativa própria ou sob influência do CESR e da IOSCO, diversas autoridades de

⁽²⁹⁾ Sobre o *grey market*, cfr. *supra*, § 21.º, 1.

⁽³⁰⁾ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Release n.º 58166* (15-Jul.-2008), disponível em <http://www.sec.gov/rules/other/2008/34-58166.pdf>.

supervisão internacionais seguiram esse exemplo ⁽³¹⁾. São contudo notados alguns desvios, nomeadamente por parte da Comissão de Valores Mobiliários brasileira, que considerou as medidas em vigor nomeadamente sobre o registo centralizado de empréstimos de valores mobiliários suficientes para contrariar hipóteses de utilização abusiva das vendas curtas ⁽³²⁾.

No sistema jurídico nacional, a CMVM não constituiu excepção à maioritária tendência proibicionista, e além de obrigar a um reporte diário de operações de *short selling* e de interesses a descoberto relevantes sobre acções das instituições financeiras cotadas ⁽³³⁾, emanou em 22 de Setembro de 2008 uma instrução dirigida a impor, aos intermediários membros de mercado, um dever de recusa de ordens de venda quando não esteja assegurada a disponibilidade dos valores no momento da emissão da ordem, relativamente a valores mobiliários emitidos por instituições financeiras ⁽³⁴⁾. Atenta a *occasio legis* envolvente, a medida suscita concordância. Porém, ao constituir uma solução regulamentar que na prática opera em sentido inverso à regra legal da legitimidade da emissão de ordens de venda sem valores mobiliários disponíveis para entrega, sem norma habilitante para o efeito, a legalidade da Instrução referida permanece ensombrada em dúvidas.

5. Alterações ao regime do fundo de garantia de depósitos

I — Em Portugal, o fundo de garantia de depósitos cobria o valor global dos saldos em dinheiro de cada depositante, até ao

⁽³¹⁾ De realçar nomeadamente que a Comissão Europeia publicou um entendimento sobre o conceito de *covered short selling*, que forçou o CESR a alterar uma interpretação de nível 3 sobre activos elegíveis em fundos de investimento harmonizados (http://www.cesr-eu.org/index.php?page=home_details&id=325). Vd. o quadro global de medidas adoptadas na Europa, tal como compilado pelo CESR, acessível em <http://www.cesr.eu/index.php?docid=5238>, e o comunicado da IOSCO, que pode encontrar-se em <http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS129.pdf>.

⁽³²⁾ A posição de divergência da CVM em relação à orientação da IOSCO pode encontrar-se em [http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado%20sobre%20venda%20a%20descoberto%20\(IOSCO\)%200210082.asp](http://www.cvm.gov.br/port/infos/comunicado%20sobre%20venda%20a%20descoberto%20(IOSCO)%200210082.asp).

⁽³³⁾ Instrução da CMVM n.º 1/2008, de 19 de Setembro de 2008, complementada através do Regulamento n.º 4/2008.

⁽³⁴⁾ Instrução da CMVM n.º 2/2008, de 22 de Setembro de 2008.

montante de € 25.000 (art. 166.º, n.º 1 RGIC). Através do DL n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, foi consumada uma alteração transitória a este regime, de modo a que, antecipando o cumprimento da Directiva comunitária em preparação, e até 31 de Dezembro de 2011, se garanta o aumento do limite legal de cobertura dos depósitos bancários, de 25 000 euros para 100 000 euros.

Paralelamente, foi alterado o regime do Fundo de Garantia de Depósitos (art. 167.º, n.º 1 RGIC) e do Fundo de Garantia do Crédito Agrícola Mútuo (art. 14.º DL n.º 345/98, de 9 de Novembro) de modo a atingir uma redução significativa do prazo de efectivação dos reembolsos.

II — À margem deste regime, convém lembrar que persiste inalterado o regime dos sistema de indemnização dos investidores, cujo limite máximo da indemnização se mantém em 25.000 euros por investidor ⁽³⁵⁾.

6. Elevação das molduras sancionatórias

I — A Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, foi incumbida de elevar as molduras sancionatórias dos delitos contra-ordenacionais e penais no âmbito do sistema financeiro.

No âmbito dos crimes, foi elevada para 5 anos a pena máxima dos crimes de exercício de actividade ilícita de recepção de depósitos ou de fundos reembolsáveis, a transmissão ou a actuação com base em informação privilegiada, a manipulação de mercado, e de prática ilícita de actos ou operações de seguros, de resseguros ou de gestão de fundos de pensões.

De acordo com esta Lei, deixa, por outro lado, de ser punida a tentativa de manipulação de mercado e de abuso de informação privilegiada, através da proposta revogação do n.º 6 do art. 378.º e do n.º 4 do art. 379.º. Neste último caso, a medida legislativa contrasta nitidamente com as recentes propostas britânicas de alarga-

⁽³⁵⁾ Os critérios de atribuição encontram-se previstos no art. 10.º do DL n.º 222/99, de 22 de Junho. Cfr. sobre o tema SOFIA NASCIMENTO RODRIGUES, *A Protecção dos Investidores em Valores Mobiliários*, (2001), 125-128; em termos comunitários, NIAMH MOLONEY, *EC Securities Regulation*², Oxford (2008), 735-759 (740-745).

mento do âmbito da Directiva de Abuso de Mercado, para passar a *cobrir* a tentativa de *insider trading*.

A disciplina contra-ordenacional é objecto de uma proposta de alteração quanto à elevação do montante máximo das coimas (agora fixado em 5 milhões de euros), que pode ser agravado até ao dobro do benefício económico, se este exceder aquele montante. Deve mencionar-se ainda a proposta de consagração do processo sumaríssimo no regime segurador e bancário (novos arts. 227.º-A do RGIC e art. 229.º-A do DL n.º 94-B/98, de 17 de Abril), em inspiração nítida da fórmula consagrada no art. 414.º do Código dos Valores Mobiliários.

7. Os fundos de investimento imobiliário para arrendamento habitacional

I — Uma das medidas recentemente previstas para contribuir para o desagravamento dos encargos decorrentes da crise financeira prende-se com a consagração dos fundos de investimento imobiliário para arrendamento habitacional (FIIAH) e sociedades de investimento imobiliário para arrendamento habitacional (SIIAH), disciplinados pela Lei de Orçamento do Estado para 2009 ⁽³⁶⁾ e pela Portaria n.º 1553-A/2008, de 31 de Dezembro, que neste ponto a veio complementar.

Os FIIAH recebem aplicação do regime geral dos fundos de investimento imobiliário, salvo algumas especialidades que importa conhecer. A regulamentação das SIIAH encontra-se ainda dependente da previsão de um regime para as sociedades de investimento imobiliário, na sequência do processo legislativo iniciado através da consulta pública conduzida pela CMVM em Março e Abril de 2008 ⁽³⁷⁾.

⁽³⁶⁾ Cfr. arts. 102.º-104.º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro. Como elementos preparatórios do actual regime, cfr. o texto originário da Proposta de Lei – que pode ser consultado através de www.parlamento.pt – e as alterações aprovadas no debate parlamentar referentes ao correspondente art. 87.º, constantes do *Diário da Assembleia da República* I Série, n.º 20 (29 – Nov. – 2008).

⁽³⁷⁾ Os documentos referentes ao processo de consulta pública n.º 6/2008 encontram-se disponíveis em <http://www.cmvm.pt/NR/exeres/0A70FD7E-9174-4251-8332->

II — O regime agora consagrado prevê que os FIIAH e as SIIAH constituídos entre 1 de Janeiro de 2009 e 31 de Dezembro de 2013, bem como os imóveis por aqueles adquiridos durante esse período, possam beneficiar de um regime especial em sede fiscal.

Para efeitos de aplicação do regime em análise, consideram-se FIIAH os fundos que reúnam as seguintes características:

- (i) Fundos fechados de subscrição particular ou de subscrição pública, devendo o respectivo valor do activo total atingir, após o primeiro ano de actividade, o montante mínimo de dez milhões de euros, sob pena de a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários poder revogar a autorização do FIIAH;
- (ii) Tratando-se de fundo de subscrição pública, deve ter a participação de, pelo menos, cem participantes, não podendo a respectiva participação individual exceder 20% do valor do activo total do fundo. No caso de incumprimento daquele limite, além da possibilidade da revogação da autorização do fundo, o direito à distribuição de rendimentos do FIIAH é imediata e automaticamente suspenso, no valor da participação que exceda o limite de participação individual ⁽³⁸⁾;
- (iii) Pelo menos 75 % do activo total do FIIAH deve ser constituído por imóveis, situados em Portugal, destinados ao arrendamento para habitação permanente. Note-se que este limite percentual é aferido em relação à média dos valores verificados no final de cada um dos últimos seis meses, devendo verificar-se no prazo de dois anos a contar da data de constituição do FIIAH e de um ano a contar da data do aumento do capital, relativamente ao montante do aumento;

III — Uma das principais novidades introduzidas consiste na possibilidade de celebração de um contrato de arrendamento entre

F819D19FA305.htm.

⁽³⁸⁾ Art. 3.º do regime jurídico constante do n.º 1 do art. 104.º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro.

a entidade gestora do fundo e os mutuários de contratos de crédito à habitação que procedam à alienação do imóvel objecto do contrato a um FIIAH. Nestes casos, o arrendatário adquire um direito de opção de compra do imóvel ao fundo, susceptível de ser exercido até 31 de Dezembro de 2020 ⁽³⁹⁾.

O direito de opção de compra pode ser exercido a todo o tempo, desde que observado um período de antecedência mínima de 90 dias ⁽⁴⁰⁾. Contudo, este direito de opção de compra extingue-se caso o arrendatário não proceda ao pagamento da renda acordada, por um período superior a três meses.

IV — De forma a incentivar a constituição de FIIAH foi criado um regime fiscal mais favorável, assente numa ampla série de benefícios fiscais ⁽⁴¹⁾. Este regime fiscal vigorará até 31 de Dezembro de 2020, data a partir da qual é aplicável o regime geral dos fundos de investimento imobiliário ⁽⁴²⁾.

A acrescer, podem as entidades gestoras realizar transacções entre fundos de investimento imobiliário sob sua gestão com a finalidade exclusiva de integrar na carteira dos FIIAH imóveis para habitação permanente desde que o façam regularmente nos seis

⁽³⁹⁾ Art. 5.º do regime jurídico constante do n.º 1 do art. 104.º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro.

⁽⁴⁰⁾ Art. 3.º, n.º 1 da Portaria n.º 1553-A/2008, de 31 de Dezembro.

⁽⁴¹⁾ Em causa estão os seguintes benefícios: Isenção de IRC dos rendimentos obtidos por FIIAH constituídos regularmente entre 1 de Janeiro de 2009 e 31 de Dezembro de 2013, e que operem ao abrigo do direito português; Isenção de IRC e de IRS dos rendimentos respeitantes a unidades de participação nos FIIAH, devendo, porém, ser excluído o saldo positivo entre as mais-valias e as menos-valias da alienação dessas unidades de participação; Isenção de IMI dos prédios urbanos destinados ao arrendamento para habitação permanente, enquanto se mantiverem na carteira do FIIAH, bem como isenção de Imposto Municipal de Transacções no que toca às respectivas aquisições pelo fundo ou pelos arrendatários; Dedução à colecta, em sede de IRS, das rendas pagas e isenção de IRS das mais-valias decorrentes da transmissão, nos casos em que ocorreu a conversão do direito de propriedade num direito de arrendamento; Isenção de imposto de selo dos actos praticados, desde que conexos com a transmissão dos prédios urbanos destinados a habitação permanente, seja no momento da constituição da situação arrendatícia, seja no da sua extinção por exercício do direito de compra; Isenção de taxas de supervisão devidas pelas entidades gestoras de FIIAH quanto à gestão desses fundos.

⁽⁴²⁾ Art. 9.º, n.º 2 do regime jurídico constante do n.º 1 do art. 104.º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro.

meses subsequentes à autorização do fundo e, no limite, até 31 de Dezembro de 2009 ⁽⁴³⁾.

Frise-se estar ainda prevista a constituição de uma comissão de acompanhamento para a verificação do regime legal e regulamentar aplicável à actividade dos FIIAH e para o controlo da observância dos princípios de bom governo ⁽⁴⁴⁾.

V—O elemento crítico deste regime situa-se no equilíbrio entre, de um lado, os interesses dos arrendatários, e, de outro lado, os interesses dos investidores no fundo.

Sucede que o valor de recompra é calculado com base no valor de aquisição do imóvel pelo FIIAH, actualizado com base do índice de preços no consumidor. Além disso, o arrendatário que não pretenda exercer a opção de compra tem o direito a receber o valor correspondente a diferença entre o valor da alienação futura do imóvel a terceiros e o valor actualizado de aquisição desse imóvel pelo FIIAH, deduzido dos custos de colocação do imóvel, em condições normais de utilização, e de eventuais rendas vencidas e não pagas ⁽⁴⁵⁾. São ainda deduzidas as rendas relativas ao período que medeia entre o momento de cessação antecipada do contrato e o momento de alienação do imóvel a terceiro, tendo como limite as rendas devidas até ao termo do contrato de arrendamento acordado entre as partes ⁽⁴⁶⁾.

Desta forma, pode ser criado um encargo permanente para o fundo, que em última análise fica sujeito a uma *call option* do arrendatário. Assim configurado, o esquema pode revelar-se desinteressante para os participantes do fundo. Com efeito, em ambas as alternativas, e deixando de lado o recebimento das rendas, o fundo pode ficar a perder: se o imóvel valorizar, o adquirente tem incentivos para comprar o imóvel em boas condições e, ainda que não exerça a opção, beneficia da valorização ulterior do imóvel — des-

⁽⁴³⁾ Art. 9.º, n.º 1 do regime jurídico constante do n.º 1 do art. 104.º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro.

⁽⁴⁴⁾ Art. 7.º do regime jurídico constante do n.º 1 do art. 104.º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro.

⁽⁴⁵⁾ Art. 4.º, n.ºs 1 e 3 da Portaria n.º 1553-A/2008, de 31 de Dezembro.

⁽⁴⁶⁾ Art. 4.º, n.º 4 da Portaria n.º 1553-A/2008, de 31 de Dezembro.

contados os custos de colocação e as rendas devidas pelo período decorrido até ser alienado o imóvel a terceiro. Se, ao invés, ocorrer uma depreciação profunda do imóvel, o adquirente não terá vantagem em exercer a *call option* e renunciará naturalmente ao direito de adquirir o imóvel.

A mitigar o exposto, deve referir-se que a isenção de mais-valias cessa quando o contrato de arrendamento termine ou quando não seja exercido o direito de opção de compra ⁽⁴⁷⁾.

8. Reforço dos deveres de transparência na actividade financeira

I — Uma das componentes importantes nas medidas dirigidas à recuperação da confiança dos aforradores prende-se com o sensível reforço dos deveres de informação. Neste âmbito, importa mencionar o DL n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, que ampliou os deveres de informação na actividade bancária.

Através de alterações ao Regime de Crédito e das Sociedades Financeiras, foi aumentada a carga informativa pré-contratual sobre crédito ao consumo e explicitados os deveres de clareza e completeness dos enunciados contratuais e publicitários: neste último caso, obriga-se a que sempre que possível as mensagens publicitárias sejam ilustradas através de exemplos representativos ⁽⁴⁸⁾.

Em complemento destas indicações legislativas, foi aprovado o Aviso do Banco de Portugal n.º 10/2008, que densifica cuidadosamente as exigências informativas relacionadas com a divulgação de serviços bancários, em particular através de mensagens publicitárias.

Porém, estas novidades legislativas e regulamentares não evitam a sensação de oportunidade perdida, ao não terem sido aproveitadas para uma directa extensão do dever de adequação aos contratos bancários de risco ⁽⁴⁹⁾.

⁽⁴⁷⁾ Art. 8.º, n.º 4 do regime jurídico constante do n.º 1 do art. 104.º da Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro.

⁽⁴⁸⁾ Alteração aos arts. 77.º e 77.º-C RGIC.

⁽⁴⁹⁾ Sobre este dever: PAULO CÂMARA, *O Dever de Adequação dos Intermediários Financeiros*, em *Estudos em Honra do Professor Doutor José de Oliveira Ascensão*,

Deve ainda notar-se o agravamento de deveres de reporte perante as autoridades de supervisão das instituições de crédito, intermediários financeiros e seguradoras, no tocante ao respectivo grau de solvabilidade e de liquidez e quanto aos riscos em que incorrem ⁽⁵⁰⁾.

II — A partir do DL n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, o dever de comunicação de participações qualificadas, a cargo dos titulares de participações qualificadas em sociedades abertas (arts. 16.º-19.º do Código dos Valores Mobiliários), passou a estender-se às participações sociais detidas por sociedades abertas em Estados que não sejam membros da União Europeia.

No mesmo sentido se insere o novo art. 350.º-A no Código dos Valores Mobiliários, que obrigou os intermediários financeiros a comunicar à CMVM os activos detidos por si ou por sociedade por si dominada, que se encontrem domiciliados ou sejam geridos por entidade sedeada em Estado que não seja membro da União Europeia.

A preocupação subjacente ao aditamento do art. 16.º-C e do art. 350.º-A ao Código dos Valores Mobiliários prende-se, em particular, com o risco inerente aos investimentos em jurisdições *off-shore*.

9. Continuação: os deveres de informação nos produtos financeiros complexos

I — O DL n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, entre inúmeras implicações, veio determinar maiores exigências informativas para o que denomina de produtos financeiros complexos.

Estes produtos financeiros complexos são, no diploma, definidos como instrumentos financeiros que, embora assumindo a

(2008), Vol. II, 1307-1324 = *El deber de adecuación de los intermediarios financieros a la MiFID en el derecho portugués*, em *Revista de Derecho de Mercado de Valores*, n.º 3 (2008), 147-159.

⁽⁵⁰⁾ Cite-se, como ilustrações, as alterações ao art. 120.º, n.º 1 RGIC, ao art. 363.º, n.º 3 CVM e ao art. 157.º, n.º 2 do DL n.º 94-B/98, de 17 de Abril.

forma jurídica de um instrumento financeiro já existente, têm características que não são directamente identificáveis com as desse instrumento, em virtude de terem associados outros instrumentos de cuja evolução depende, total ou parcialmente, a sua rentabilidade (art. 2.º, n.º 1).

Segundo o que consta do enunciado preambular, a intenção legislativa, neste ponto, é a *de nivelar os deveres de informação sobre produtos financeiros complexos, exigindo-se que a informação seja completa e clara de modo a permitir ao público o efectivo conhecimento das suas características e riscos, impondo-se o dever de entrega ao investidor de um documento informativo em linguagem clara, sintética e compreensível que expressamente identifique o produto como produto financeiro complexo*.

II — Do regime fixado pelo DL n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, resulta um dever de identificação do instrumento como produto financeiro complexo (art. 2.º, n.º 1) e um dever de prévia entrega do prospecto do produto (art. 2.º, n.º 2 e 3). Quanto a este último, não há porém uma densificação quanto ao conteúdo do prospecto.

É de sublinhar igualmente a sujeição a aprovação prévia das mensagens publicitárias pela autoridade de supervisão competente (art. 2.º, n.º 5).

A emissão e comercialização destes produtos financeiros complexos é remetida para lei especial. Todavia, até que esta entre em vigor, é consagrada uma norma habilitante para regulamentação pelas autoridades de supervisão competentes (art. 2.º, n.º 8) — sem no entanto se obrigar a uma coordenação entre estas, o que constitui uma falha séria do regime.

Ao abrigo desta norma habilitante, foi já publicado o Aviso n.º 10/2008 do Banco de Portugal, que prescreveu no seu art. 17.º algumas exigências dirigidas aos produtos financeiros complexos (DR II, de 22-12-2008).

III — Em balanço sobre o regime descrito, dir-se-á que a autonomização desta nova categoria conceptual — produto financeiro complexo — vem de encontro à necessidade sentida de estabelecer uma maior simetria regulatória entre instrumentos que pos-

sam ter um perfil económico de risco semelhante. O resultado atingido, todavia, constitui uma solução muito marcada pelas circunstâncias históricas que a determinaram, e que se expõe a fundas críticas do ponto de vista sistemático ⁽⁵¹⁾.

Do diploma resultou a consagração de uma adicional categoria, a somar-se aos instrumentos financeiros complexos regulados no Código dos Valores Mobiliários e aos instrumentos de captação de aforro estruturados (ICAE) previstos designadamente na legislação seguradora. Não se procura no diploma articulação alguma em relação àquelas figuras além do esclarecimento de que os ICAE são produtos financeiros complexos (art. 2.º, n.º 6). Resulta, de modo claro, uma sobreposição de regimes — embora o essencial da disciplina seja remetido para ulteriores intervenções regulamentares e legislativas. Fica, entretanto, desaproveitado o trabalho de sistematização e codificação no âmbito dos valores mobiliários de natureza derivada ⁽⁵²⁾.

A acrescer, o recorte conceptual não é inteiramente conseguido, já que delimita estes instrumentos como uma sub-espécie dos instrumentos financeiros, fórmula utilizada no Código dos Valores Mobiliários.

Não merece contestação o objectivo de impor uma maior coerência no regime dos instrumentos e contratos do sistema financeiro nacional cuja rendibilidade dependa de outros activos financeiros. Mas da sucessão de intervenções legislativas nesta matéria, em termos desencontrados, surge o risco de se criar uma confusão terminológica que mitiga em larga parte o efeito positivo da solução em apreço.

⁽⁵¹⁾ Em Itália, sucedeu quadro semelhante com a consagração do conceito de produtos financeiros (*prodotti finanziari*) pelo Testo Único: RENZO COSTI / LUCA ENRIQUES, *Il Mercato Mobiliare*, in GASTONE COTTINO (org.), *Trattato di Diritto Commerciale*, VIII, (2004) 42-46.

⁽⁵²⁾ Em referência está a ante-proposta apreciada em discussão pública no primeiro trimestre de 2008 e acessível em: <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/7F1D3C6B-793C-4CD0-9C39-03D05AD26225/9159/AnteProjectoDL.pdf>.

10. Aprovação de declaração sobre a política de remuneração dos membros dos órgãos sociais

I — A já mencionada Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, aproveitou para proceder à inclusão de normas sobre aprovação e divulgação da política de remuneração dos membros dos órgãos de administração de entidades de interesse público.

Este diploma cria um dever de apresentação à assembleia geral de uma declaração sobre política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização.

É extenso o âmbito de aplicação deste regime, cobrindo todas as entidades de interesse público, e ainda as sociedades financeiras e as sociedades gestoras de fundos de capital de risco e de fundos de pensões (art. 2.º, n.º 2 da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho).

II — Nesta Lei, entrevêm-se problemas de ordem formal e de natureza substancial. As objecções formais dizem respeito à escolha de uma Lei da Assembleia da República, enxertada num diploma sobre sistema sancionatório, para tratar o tema. Não há qualquer afinidade de matérias que o justifique. O gesto legislativo, neste aspecto, é contrário ao intuito de sistematização e apuro formal das fontes de governo das sociedades.

Do lado da substância das soluções em apreciação, o óbice reside em que a autoria do documento sobre política de remuneração é do órgão de administração *ou* da comissão de remuneração (art. 2.º, n.º 1 da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho). A possibilidade de o órgão de administração elaborar tal documento representa, porém, uma solução dissonante com a decorrente do art. 399.º do Código das Sociedades Comerciais, segundo a qual cabe à assembleia geral ou a comissão por esta designada a fixação da remuneração da assembleia geral e com a do art. 429.º CSC, no âmbito do modelo de governo societário dualista, que supletivamente atribui tal competência ao conselho geral e de supervisão ou a uma sua comissão de remuneração ou, no caso em que o contrato de sociedade assim o determine, à assembleia geral de accionistas ou a uma comissão por esta nomeada.

Embora no desenho originário do Código das Sociedades Comerciais, como instrumento preventivo de conflito de interesses, o órgão de administração tenha sido arredado da competência deli-

berativa na fixação da sua remuneração, a Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, vem abrir a possibilidade de, em alternativa à comissão de remunerações, ser a administração a apresentar a declaração obrigatória sobre a política de remunerações, para aprovação pelo colégio de accionistas. Crê-se que para uma leitura correcta da articulação entre esta nova previsão legislativa e as competências estabelecidas no Código das Sociedades para a fixação de remunerações, de resto inalteradas, será necessário delimitar cuidadosamente o conteúdo da declaração sobre política de remunerações. Na concreta conformação organizativo-funcional desta relação entre órgãos díspares em matéria remuneratória, a margem decisória confiada ao critério de cada sociedade é, em todo o caso, bastante dilatada. Futuras recomendações nacionais nesta matéria podem, neste quadro, contribuir para um adicional aprimoramento do sistema, nomeadamente se preconizarem, como à luz do art. 2.º, n.º 3 a) da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho parece adequado, que o órgão de administração confie um papel importante na execução desta tarefa aos administradores não-executivos, sobretudo se forem independentes.

11. Alterações ao funcionamento do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros

O DL n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, provocou igualmente acertos no regime do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros. À cabeça, foi ampliado o rol de competências desta estrutura de coordenação das autoridades de supervisão do sistema financeiro e, bem assim, reforçado o âmbito de informação trocada em matérias atinentes à estabilidade financeira ⁽⁵³⁾.

Foi também exigida uma maior efectividade de actuação do Conselho, com uma periodicidade mínima de reuniões (bimestral ⁽⁵⁴⁾) e com o dever de elaborar um relatório anual, a submeter ao Governo ⁽⁵⁵⁾.

⁽⁵³⁾ Tal o que resulta da nova redacção do art. 2.º do DL n.º 228/2000, de 23 de Setembro.

⁽⁵⁴⁾ Art. 8.º, n.º 1 do DL n.º 228/2000, de 23 de Setembro.

⁽⁵⁵⁾ Art. 2.º, n.º 4 do DL n.º 228/2000, de 23 de Setembro.

O diploma veio conferir maior preponderância do Banco de Portugal neste Conselho, que agora pode solicitar pareceres ao Conselho ou prestar comunicações no âmbito da sua competência ⁽⁵⁶⁾.

12. A nacionalização do Banco Português de Negócios e o novo regime de apropriação pública de participações sociais

I — No dia 2 de Novembro de 2008 foi anunciada a designação de dois administradores, ao abrigo de processo de saneamento, para exercer funções no Banco Português de Negócios, SA. Volvidos poucos dias, foi publicada a Lei n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro, relativa à nacionalização desta instituição de crédito ⁽⁵⁷⁾. Tal diploma vem, paralelamente, através do seu anexo, regular em geral o processo de apropriação pública de participações sociais ⁽⁵⁸⁾.

O DL n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro, confia a gestão do Banco Português de Negócios à Caixa Geral de Depósitos, obrigando esta instituição de crédito a designar os membros dos órgãos sociais do banco e definir os objectivos de gestão. Em consequência, foram designados novos titulares do órgão de administração.

II — Este acto legislativo pretendeu fazer face a uma iminente situação de ruptura financeira do Banco Português de Negócios que, segundo a informação difundida publicamente, averbava perdas à altura estimadas em 700 milhões de euros ⁽⁵⁹⁾: visou-se, assim, assegurar a protecção dos depositantes. Argumentar-se-á, em abono da decisão tomada, que à semelhança de decisões tomadas em outros Estados, a falência de um banco nesta altura pode-

⁽⁵⁶⁾ Art. 7.º, n.º 1 do DL n.º 228/2000, de 23 de Setembro.

⁽⁵⁷⁾ A matéria é submetida à reserva relativa parlamentar nos termos da alínea l) do art. 165.º da Constituição da República Portuguesa.

⁽⁵⁸⁾ Criticamente: MENEZES CORDEIRO, *Da nacionalização do BPN*, RDS n.º 1 (2009), 57-91.

⁽⁵⁹⁾ Art. 2.º, n.º 1 do DL n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro.

ria ter consequências graves, do ponto de vista do risco sistémico, em termos da confiança dos aforradores nacionais.

Apesar da coincidência temporal com a turbulência financeira, segundo a informação pública, as causas primeiras do desequilíbrio financeiro da entidade em causa aparentemente não respeitam à crise; tome-se em consideração existirem graves acusações de irregularidades no tocante à gestão do Banco Português de Negócios que permanecem sob investigação ⁽⁶⁰⁾. O certo, todavia, é que as entidades descapitalizadas, no presente contexto de crise, qualquer que seja a causa das dificuldades, sentem redobradas dificuldades em obter financiamento, e as mais débeis correm o risco de sucumbir.

III — O novo regime de apropriação pública de participações sociais, aprovado pela Lei n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro, determina que, neste caso, a transmissão de participações sociais daquela instituição de crédito para o Estado se fará mediante o pagamento de eventual uma indemnização, calculada por duas entidades independentes, relativamente ao preço das acções à data da transmissão forçada ⁽⁶¹⁾.

Trata-se de uma exigência decorrente do art. 83.º da Constituição Portuguesa, referente à apropriação pública de meios de produção. Porém, de acordo com a disciplina agora prevista, o direito ao pagamento da indemnização suspende-se enquanto estiverem em curso, contra os anteriores titulares, directos ou indirectos, das participações sociais, processos judiciais ou inquéritos, por indícios de práticas lesivas dos interesses patrimoniais da pessoa colectiva e até decisão judicial com trânsito em julgado, da qual não resulte a sua condenação ⁽⁶²⁾.

⁽⁶⁰⁾ Além das investigações judiciais em curso, foi constituída uma comissão eventual de inquérito parlamentar sobre a situação que levou à nacionalização do BPN-Banco Português de Negócios e sobre a supervisão bancária inerente (Resolução da Assembleia da República n.º 65/2008, de 5 de Dezembro).

⁽⁶¹⁾ Art. 4.º do anexo ao DL n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro.

⁽⁶²⁾ Art. 5.º, n.º 1 do anexo ao DL n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro.

13. O novo regime de redução do valor nominal accionista

I — A generalizada depressão bolsista determinou que uma percentagem significativa das acções passasse a ser negociada a cotações situadas abaixo do valor nominal accionista. Daqui resulta uma dificuldade de monta no financiamento dessas sociedades, já que o artigo 298.º, n.º 1, do Código das Sociedades Comerciais, impede a emissão de acções por valor inferior ao valor nominal. Atentas as deprimidas cotações bolsistas, a emissão de acções acima do valor nominal nesses casos, por seu turno, não encontra condições algumas no mercado para ser efectuada.

Em resposta a este problema, o DL n.º 64/2009, de 20 de Março, procurou facilitar a redução do valor nominal de modo a permitir ulteriores operações de aumento do capital social. Trata-se de uma lei temporária, a vigorar apenas quanto às operações de redução do valor nominal realizadas até 31 de Dezembro de 2009 ⁽⁶³⁾.

A opção tomada foi a de não introduzir uma alteração ao Código das Sociedades Comerciais. Operou-se, antes, uma intervenção cirúrgica, o que constitui uma medida duplamente acertada: de um lado, adequa-se à natureza de medida excepcional, ditada por um cenário de emergência, e como tal, temporária desta lei; de outro lado, abre-se a porta a uma alteração mais estruturada a esse Código a curto prazo, nomeadamente em recepção das Directivas comunitárias ainda por transpor na ordem jurídica interna ⁽⁶⁴⁾.

II — O âmbito do diploma desdobra-se em duas vertentes distintas, comportando um dispositivo com alcance geral, aplicável a todas as sociedades anónimas, e um normativo de vocação aplicativa confinada às sociedades emittentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado.

⁽⁶³⁾ Art. 5.º DL n.º 64/2009, de 20 de Março.

⁽⁶⁴⁾ MENEZES CORDEIRO, *A Directriz 2007/36, de 12 de Julho (Accionistas de Sociedades Cotadas): Comentários à Proposta de Transposição*, ROA (2008), 503-554; Id., *Uma nova reforma do CSC?*, RDS n.º 1 (2009), 11-55.

Quanto à primeira vertente, o diploma prevê que a assembleia geral de qualquer sociedade anónima possa deliberar a redução do capital social por diminuição do valor nominal das acções, desde que uma importância igual ao montante da redução seja simultaneamente levada a uma reserva especial, sujeita ao regime do capital social no que respeita às garantias perante os credores. Nessas situações, a redução do capital deixa de ter como limite a situação líquida e os capitais sociais mínimos da sociedade, ficando por isso derogados os n.ºs 1 e 3 do art. 95.º CSC.

A chave deste dispositivo assenta, assim, numa reclassificação de fundos próprios, de património social, para reserva especial, no montante da redução do capital social efectuada. Este mecanismo depende da existência de disponibilidades patrimoniais em montante suficiente para que esta reafecção para uma reserva especial possa ser realizada. Assim, as sociedades com fundos patrimoniais inferiores ao capital social estão, irremediavelmente, arredadas da utilização deste expediente.

Dada a *occasio legis* do diploma, esta solução está sobretudo pensada para os casos em que a redução do capital seja instrumental de um simultâneo ou sucessivo aumento de capital. Recorde-se, aliás, que o preâmbulo do DL n.º 64/2009, de 20 de Março, o anuncia como mecanismo *facilitador de operações de capitalização*. Não se curou, porém, de explicitar este pressuposto no art. 2.º (contrariamente ao que sucedeu no art. 3.º). Com esta omissão, corre-se o risco se assistir à multiplicação do número de sociedades anónimas com capital social inferior ao mínimo legalmente exigido, no pressuposto do respectivo complemento em reservas. Além de suscitar reservas no plano da transparência societária, esta é uma saída que provoca uma inelutável erosão no instituto do capital social mínimo.

Além disso, o legislador não exige demonstração da observância dos pressupostos da reafecção patrimonial, confiando para o efeito, em exclusivo, nos deveres fiduciários dos administradores (art. 64.º CSC) para o seu escrupuloso cumprimento. O desenho do regime é marcadamente liberal, ao dispensar a existência de balanço especial que demonstre o indispensável superavit patrimonial. O contraste com o dispositivo do art. 3.º do DL n.º 64/2009, de 20 de Março, e com os pressupostos do aumento

de capital por incorporação de reservas (art. 91.º, n.º 2 CSC), é por demais evidente, constituindo causa de alguma preocupação.

III — O art. 3.º do diploma abre a possibilidade, às sociedades cujas acções estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado, de procederem à diminuição do valor nominal das acções sem redução do capital social. Tal depende do preenchimento de dois requisitos. A um tempo, o valor nominal antes da diminuição deve ser igual ou inferior ao valor contabilístico das acções constante de balanço certificado pelo revisor oficial de contas da sociedade que se reporte a data não anterior a seis meses em relação à data da deliberação de diminuição do valor nominal. A outro tempo, deve ser simultaneamente deliberado, ou deve ser prévia ou simultaneamente autorizado, um aumento de capital mediante novas entradas em numerário, no todo ou em parte, sem limitação ou supressão do direito de preferência ⁽⁶⁵⁾, ficando a deliberação de diminuição do valor nominal condicionada à realização do aumento de capital ⁽⁶⁶⁾.

Frise-se que obrigar a que o valor nominal antes da diminuição seja inferior ao valor contabilístico reduz substancialmente o potencial âmbito aplicativo do preceito, frustrando a sua idoneidade para servir de solução de financiamento de larga parte das sociedades, sobretudo não-financeiras, cujo valor contabilístico é inferior ao valor nominal.

A lei estabelece que o montante da diminuição do valor nominal deve ser estabelecido tendo em conta o interesse social e a sua adequação à realização do aumento de capital de acordo com as circunstâncias do mercado. Para a verificação do concreto cumprimento destes pressupostos, de delicada ponderação, é prevista a intervenção da CMVM, sob a forma de não oposição, acto de que depende a instrução do processo de registo da redução e do aumento de capital social na Conservatória do Registo Comercial ⁽⁶⁷⁾.

⁽⁶⁵⁾ Art. 3.º, n.º 7 DL n.º 64/2009, de 20 de Março.

⁽⁶⁶⁾ Os n.ºs 4 e 5 deste dispositivo colocam problemas de monta, a examinar em artigo autónomo: PAULO CÂMARA, *O Decreto-Lei n.º 64/2009: Redução do Valor Nominal Accionista*, RDS n.º 2 (2009), 327-338.

⁽⁶⁷⁾ Art. 3.º, n.º 3 DL n.º 64/2009, de 20 de Março.

14. Balanço final

I — Em Portugal, a crise determinou, sobretudo volvido mais de um ano sobre o seu início, um denso e multifacetado conjunto de medidas de urgência e, nomeadamente, de intervenções regulatórias dirigidas genericamente a reabilitar a confiança dos aforradores e a facilitar uma recuperação dos mercados ⁽⁶⁸⁾.

O certo é que o Direito financeiro, por muito apurado que seja, é incapaz de, por si, provocar uma alteração do ciclo económico, na direcção de um ciclo de maior prosperidade e crescimento. Pode, porém, propiciar condições ou remover obstáculos para que tal seja atingido. Apenas nesse (limitado) sentido, está ao alcance da regulação o estímulo ao reforço da confiança dos agentes económicos.

II — Numa visão panorâmica das medidas adoptadas, é possível detectar algumas características predominantes, abaixo arroladas.

À cabeça, é visível o ressurgimento do papel do Estado enquanto agente económico em situações de emergência — financiador, accionista — e não meramente regulador. Tal implica identicamente uma redobrada responsabilização das autoridades públicas. As concepções mais avançadas sobre a transparência e a sindicabilidade da governação pública encontram aqui redobrados argumentos em justificação da sua importância.

Como instrumento de regulação, cabe mencionar a importância central da informação para reabilitação da confiança entre os aforradores: assim sucede na prestação de informação sobre os riscos envolvidos em produtos financeiros complexos e no esclarecimento reforçado sobre o conteúdo dos contratos bancários ⁽⁶⁹⁾.

O anunciado reforço dos poderes de supervisão e da malha sancionatória ⁽⁷⁰⁾, por seu turno, denunciam uma vincada intenção

⁽⁶⁸⁾ Fora das medidas de cunho eminentemente financeiro, reenvia-se ainda para as medidas fiscais contidas na Lei n.º 64/2008, de 5 de Dezembro (onde avultam a ampliação, em sede de Imposto do Rendimento Singular, das deduções à colecta relativas a encargos com aquisição de imóveis e a redução das taxas de Imposto Municipal de Imóveis) e na Lei de Orçamento do Estado (Lei n.º 64-A/2008, de 31 de Dezembro).

⁽⁶⁹⁾ Cfr. *supra*, 7 e 8.

⁽⁷⁰⁾ Cfr. *supra*, 5.

de dotar as autoridades de supervisão dos instrumentos para uma actuação eficaz e contramotivadora de delitos.

Revela-se, por fim, uma certa expansão de soluções vigentes no regime do direito dos valores mobiliários para outros sectores do sistema financeiro, o que é visível na proposta de generalização de soluções vigentes no Código dos Valores Mobiliários quanto ao processo sumaríssimo de contra-ordenações ⁽⁷¹⁾ ou quanto à sujeição à aprovação prévia de mensagens publicitárias ⁽⁷²⁾.

III — As crises significam saltos na História. Também assim sucede nas intervenções normativas adoptadas em respostas às crises: significam oportunidades, aproveitadas ou não, tendo em vista o progresso regulatório.

Se olharmos numa perspectiva histórica de largo alcance, percebe-se que algumas das medidas examinadas albergam indisfarçáveis marcas de provisoriedade. Os sinais de transição detectam-se quer nas soluções de emergência sobre *short selling* e redução do valor nominal ⁽⁷³⁾, quer nas categorias terminológicas recém-consagradas (é o que sucede com o regime dos produtos financeiros complexos ⁽⁷⁴⁾), quer ainda nos ajustamentos ao aparelho institucional envolvente (recorde-se as observações deixadas a propósito dos fundos de investimento imobiliário para arrendamento habitacional ⁽⁷⁵⁾ e do redesenho do Conselho Nacional de Supervisores Financeiros ⁽⁷⁶⁾). O exame fundado e crítico a estas medidas decerto facilitará o trabalho legislativo futuro.

⁽⁷¹⁾ Cfr. *supra*, 6.

⁽⁷²⁾ Cfr. *supra*, 9.

⁽⁷³⁾ Cfr. *supra*, 13.

⁽⁷⁴⁾ Cfr. *supra*, 9.

⁽⁷⁵⁾ Cfr. *supra*, 7.

⁽⁷⁶⁾ Cfr. *supra*, 11.