

Dossier:
crise de 2007/2010

A TUTELA DO CONSUMIDOR DE PRODUTOS
FINANCEIROS E A CRISE MUNDIAL DE 2007/2010 (*)

Pelo Prof. Doutor António Menezes Cordeiro

SUMÁRIO:

I — As leis. O Direito da crise: 1. As leis extraordinárias dos finais de 2008, princípios de 2009; 2. Medidas em estudo; 3. Outros países: Estados Unidos e Alemanha. II — A crise mundial: 4. Antecedentes; 5. Cronologia da crise; 6. O colapso iminente (Outubro/2008); aspectos europeus e 2009. III — Génese e leitura da crise: 7. Minsky: a “hipótese da instabilidade financeira”; 8. A génese dos subprimes; 9. Desregulação e titulação: a bolha global; 10. A crise global; 11. Aspectos explicativos. IV — As medidas nacionais: 12. Teor geral; 13. Fundos próprios e recapitalização; 14. Informação e transparência; 15. Medidas pontuais; 16. Outros aspectos e observações finais.

I — AS LEIS. O DIREITO DA CRISE

1. As leis extraordinárias dos finais de 2008, princípios de 2009

I. Vamos abordar a crise planetária de 2007/2010 pelo prisma das medidas jurídicas tomadas, entre nós, no quarto trimestre de 2008 e no primeiro de 2009. Todas elas visaram defender o consu-

(*) Destinado aos Estudos em Honra do Prof. Doutor José Manuel Sérvulo Correia.

midor final de produtos financeiros ou, pelo menos, todas elas se reclamaram dessa última finalidade. Assim, temos:

- o Aviso do Banco de Portugal de 14-Out.-2008 ⁽¹⁾, quanto a fundos próprios;
- a Lei n.º 60-A/2008, de 20 de Outubro, que estabeleceu a possibilidade de concessão extraordinária de garantias pessoais, pelo Estado, no âmbito do sistema financeiro; esta Lei foi regulamentada pela Portaria n.º 1219-A/2008, de 23 de Outubro;
- o Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, que veio, entre diversos outros aspectos, 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; este diploma, através de alterações introduzidas nos artigos 77.º e 77.º-C do RGIC, veio ampliar as informações a prestar aos consumidores de produtos financeiros; foram ainda visadas informações sobre produtos financeiros complexos;
- a Lei n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro, que nacionalizou o BPN; os seus novos estatutos foram aprovados pelo Decreto-Lei n.º 5/2009, de 6 de Janeiro;
- a Lei n.º 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 em estudo ulterior;
- o Aviso do Banco de Portugal n.º 10/2008, de 9 de Dezembro, que fixou os deveres de informação, transparência a observar pelas instituições de crédito ⁽²⁾;

⁽¹⁾ DR II Série, n.º 202, de 17-Out.-2008, 42500-42503; este Aviso republica, em Anexo, o Aviso n.º 12/92.

⁽²⁾ DR II Série, n.º 246, de 22-Dez.-2008, 50893-50896.

- o Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de Março, que através de esquemas de redução do capital ou de redução do valor nominal das acções, veio permitir emissões abaixo do par.

Este último diploma não se dirige, de modo directo, aos consumidores finais de produtos financeiros: mas acaba por tê-los em vista.

2. Medidas em estudo

I. Na actual panorâmica anunciam-se outras medidas. Neste momento, estão em discussão, no Parlamento:

- a proposta de lei n.º 227/X, que revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contra-ordenacional ⁽³⁾;
- o projecto de lei n.º 604/X, relativo ao esforço sancionatório para o crime económico e financeiro ⁽⁴⁾;
- o projecto de lei n.º 610/X, referente à alteração do RGIC, para reforçar o combate pela transparência e contra a criminalidade económica e financeira ⁽⁵⁾;
- o projecto de lei n.º 611/X, que cria juízos de competência especializada e toma medidas para actualizar e reforçar o quadro sancionatório da criminalidade económica e financeira ⁽⁶⁾.

II. Estão aqui incluídas medidas muito heterogéneas e, até, medidas pró-cíclicas, isto é: que não contrariam o ciclo económico depressivo, antes contribuindo para ele. De todo o modo, por via

⁽³⁾ DAR II Série-A, n.º 23, de 6-Nov.-2008, 38-49, aprovada pelo Governo em 2-Out.-2008.

⁽⁴⁾ DAR II Série-A, n.º 35, de 29-Nov.-2008, 36-43, apresentado pelo PCP.

⁽⁵⁾ DAR II Série-A, n.º 38, de 6-Dez.-2008, 23-24, apresentado pelo BE.

⁽⁶⁾ DAR II Série-A, n.º 38, de 6-Dez.-2008, apresentado pelo BE.

da Constituição, as medidas criminais não podem ser retroactivas: apenas atingirão, se forem aprovadas, os malefícios futuros.

3. Outros países: Estados Unidos e Alemanha

I. Nos diversos outros países, têm sido tomadas medidas de emergência: de um modo geral, com um recorte bastante semelhante ao nosso. Na impossibilidade de a todos abordar ⁽⁷⁾, vamos referir as experiências norte-americana e alemã: a primeira pelo seu impacto económico e a segunda pelo seu fino recorte jurídico.

II. Nos Estados-Unidos, as primeiras medidas anti-crise consistiram na injeção reforçada de liquidez por parte da Reserva Federal, numa linha já seguida anteriormente ⁽⁸⁾. De seguida, passou-se a um apoio pontual a instituições de crédito em crise (a algumas), com concessões de liquidez e garantias, de modo a permitir certas funções ou reagrupamentos.

Intentou-se, depois, um programa de aquisição de “activos tóxicos” e de intervenção no mercado de capitais de modo a restabelecer a confiança: o plano Bush, dos 700 biliões, aprovado, de resto, com os votos dos congressistas democratas.

Já com a administração Obama, aprontou-se e aprovou-se um novo plano maciço (cerca de 840 biliões), o qual, através de subvenções, de cortes fiscais e de obras públicas intenta relançar o investimento travar o desemprego. A voz comum considera-o insuficiente. Entretanto, no mundo financeiro a voragem prossegue: a Reserva Federal intervém nas agências financeiras, nos bancos e

⁽⁷⁾ Por exemplo, quanto ao Reino Unido, à França, à Áustria e ao Japão, cf., respectivamente: PAUL ANNING/MATTHIAS TERLAN, *Massnahmen gegen die Finanzmarktkrise / Grossbritannien*, RIW 2009, 54-56, REINHARD DAMMANN/MICHAEL SAMOL, *idem / Frankreich*, RIW 2009, 57-60, PETRA INWINKL, *idem / Österreich*, RIW 2009, 60-65 e *idem / Japan*, RIW 2009, 66-69.

⁽⁸⁾ Em geral: CLAUS LUTTERMANN, *Kreditversicherung (Credit Default Swaps): Vertrag, Restrukturierung und Regulierung (Hedge-Fonds, Rating, Schattenbanken)*, RIW 2008, 737-743.

nas seguradoras, em termos maciços. Fala-se, a tal propósito, em cripto-nacionalizações ⁽⁹⁾.

III. Em meados de Março, foi anunciado um novo programa de injeção maciça de liquidez: da ordem do trilião de dólares. Assiste-se a uma ligeira subida dos cursos da bolsa de Nova Iorque, na sequência desse anúncio: todos gostariam que se confirmasse, assinalando o princípio do fim da crise, nos Estados Unidos, em 2009/2010. É cedo para prognósticos.

IV. Na Alemanha, o nervosismo reinante nos mercados mobiliários, perante as notícias vindas de além-Atlântico ⁽¹⁰⁾, levaram, em 12 de Agosto de 2008, à aprovação do *Risikobegrenzungsgesetz* (lei de limitação do risco) ⁽¹¹⁾. Fundamentalmente procurou-se tornar mais transparentes as aquisições de créditos, tendo em vista a ocorrência de tomadas de sociedades. Foram alterados diversos diplomas, entre os quais o próprio Código Civil. Pretendeu-se publicitar os riscos ⁽¹²⁾, atraindo fundos ⁽¹³⁾, numa orientação que rapidamente foi ultrapassada pelos factos.

V. O intensificar da crise levou a um *qui pro quo* que ficará histórico. A Chanceler Angela Merkel começou por declarar que a crise financeira não afectaria o País: os bancos alemães seriam, consabidamente, sólidos. Em plena reunião dos G8, depois de ela asseverar que não era necessário tomar quaisquer medidas, é avi-

⁽⁹⁾ No plano financeiro, cumpre referenciar os:

- *capital purchase program*;
- *troubled asset purchase program*;
- *temporary liquidity guaranty program*.

Vide PETER FLÄGEL/BRIAN SCHMIDT, *Massnahmen gegen die Finanzmarktkrise / USA*, RIW 2009, 51-53.

⁽¹⁰⁾ GÜNTHER M. BREDOW/HANS-GERT VOGEL, *Kreditverkäufe in der Praxis / Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze*, BKR 2008, 271-281.

⁽¹¹⁾ BGBl, I, 1666.

⁽¹²⁾ WOLFGANG KÖNIG, *Das Risikobegrenzungs-gesetz – offene und gelöste Fragen*, BB 2008, 1910-1914.

⁽¹³⁾ STEFAN SIMON/ANGELA DOBEL, *Das Risikobegrenzungs-gesetz – neue Unter-richtungspflichten bei Unternehmensübernahmen*, BB 2008, 1955-1959 (1959/I).

sada por um seu assessor de que o *Hypo Real Estate Bank* estava à beira da insolvência, havendo que encontrar, de imediato, 15 biliões de euros para lhe acudir.

Em 17 de Outubro de 2008 é aprovado o *Finanzmarktstabilisierungsgesetz* ⁽¹⁴⁾. No fundamental, ele veio prever um fundo de estabilização do mercado financeiro, no volume de 100 biliões de euros. Cabe-lhe assumir activos problemáticos e recapitalizar, através de participações, as instituições de crédito. Pode ainda conceder garantias até 400 biliões de euros. Podemos apontar, em síntese ⁽¹⁵⁾:

- medidas de estabilização;
- medidas de recapitalização;
- assunções de risco.

Para além das medidas em si, a lei visou repor a confiança dos agentes económicos na banca ⁽¹⁶⁾. O sobreendividamento e os deveres a ele associados ⁽¹⁷⁾ e o risco da administração das sociedades ⁽¹⁸⁾ foram abordados, por via da lei em causa.

VI. As medidas tomadas no último trimestre de 2008 foram entendidas como um auxílio de emergência aos bancos: depois do episódio do *Hypo Real Estate*, outros se seguiram, como o enorme défice do *Dresdner Bank*, absorvido, de emergência, pelo *Commerzbank* o qual teve, depois, de ser auxiliado pelo Estado; os próprios institutos públicos têm de ser recapitalizados ⁽¹⁹⁾. Mas a

⁽¹⁴⁾ BGBl 2008, 1, 1982, sendo conhecido por FMStG.

⁽¹⁵⁾ GERALD SPINDLER, *Finanzkrise und Gesetzgeber / Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz*, DSStR 2008, 2268-2276 (2269/I, 2269/II e 2270/I).

⁽¹⁶⁾ MICHAEL J. J. BRÜCK/CHRISTOOF SCHALAST/KAY-MICHAEL SCHANZ, *Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz: Hilfe für die Banken – Systemwechsel im Aktien- und Insolvenzrecht?*, BB 2008, 2526-2535 (2534/II).

⁽¹⁷⁾ KARSTEN SCHMIDT, *Überschuldung und Insolvenzantragspflicht nach dem Finanzmarktstabilisierungsgesetz / Geschäftsleiterpflichten im Wechselbad der Definitionen*, DB 2008, 2467-2471.

⁽¹⁸⁾ NORBERT HORN, *Das Finanzmarktstabilisierungsgesetz und das Risikomanagement zur globalen Finanzkrise*, BKR 2008, 452-459.

⁽¹⁹⁾ WOLFGANG EWER/ALEXANDER BEHNSEN, *Staatshilfe für Staatsbanken? / Inanspruchnahme von Massnahmen nach dem FMStFG durch Landesbanken und ihre Vereinbarkeit mit höherrangigen Recht*, BB 2008, 2582-2586 (2586/II).

temática jurídica ampliou-se, à medida que a crise se alargava à economia. Considerações éticas levam a um apelo à contenção de retribuições desproporcionadas aos gestores ⁽²⁰⁾. Recolocam-se temas de responsabilidade social das empresas ⁽²¹⁾, dos *Hedge Funds* ⁽²²⁾ e dos órgãos sociais ⁽²³⁾.

Por fim, vêm surgindo aspirações de reforma nas áreas bancárias ⁽²⁴⁾ e no campo laboral ⁽²⁵⁾.

II — A CRISE MUNDIAL

4. Antecedentes

I. A crise mundial de 2007/2010 irá fazer correr rios de tinta, nos próximos anos ⁽²⁶⁾. Diga-se, aliás, que a data de 2010, já pre-

⁽²⁰⁾ MARTIN DILLER/BURKARD GÖPFERT, *Rettungsfonds für Banken: Eingriffe in Vorstandsverträge und – bezüge*, DB 2008, 2579-2584 (2581/II).

⁽²¹⁾ CHRISTIAN FÖRSTER, *Soziale Verantwortung von Unternehmen rechtlich reguliert / Corporate Social Responsibility (CSR)*, RIW 2008, 833-840 (840/II) e KLAUS-MICHAEL MENZ, *Wirt Corporate Social Responsibility honoriert?*, Die Bank 2009, 20-21.

⁽²²⁾ MICHAEL PAP, *Haftungsfragen bei geschlossenen Fonds*, BKR 2008, 367-372.

⁽²³⁾ HANS-WALTER FORKEL, *Rechtsfragen zur Krise na den Finanzmärkten: Zur Systematik möglicher Schadensersatzansprüche*, BKR 2008, 183-188 (188/II): direcções, conselhos gerais, auditores, empresas de rating, prestadores de serviços diversos, etc.

⁽²⁴⁾ PATRICK ARORA, *Reform des Depotrechts: Zunehmender Handlungsdruck*, Die Bank 2009, 14-16 e PETER KÖNIG, *Privatkundengeschäft: Benchmarks in der Vermögensverwaltung*, Die Bank 2009, 8-12.

⁽²⁵⁾ MARTIN KANNEGIESSER, *Vorstellungen der Wirtschaft von einem neuen System der Tarifverhandlungen*, ZfA 2008, 305-308.

⁽²⁶⁾ No segundo semestre de 2008, foram publicados os seguintes títulos, que tivemos em conta nas linhas seguintes: MARK ZANDI, *Financial Shock: a 360.º Look at the Supreme 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 PASTRÉ/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). Entre nós, cf. EDUARDO PAZ FERREIRA, *O inverso do nosso descontentamento*, RFPDF 2008, 4, 69-79 e LUÍS MÁXIMO DOS SANTOS, *Que crise é esta?*, RFPDF 2008, 4, 51-68.

vista desde 2007 ⁽²⁷⁾ e tomada, primeiro, com pessimismo é, hoje, optimista, sendo previstos cenários mais longos ⁽²⁸⁾.

A sua génese é antiga. Os analistas fixam-na na crise mobiliária de 1987 e no modo por que Alan Greenspan, então presidente da Reserva Federal Norte-Americana, decidiu ultrapassá-la: através de injeções maciças de liquidez, de modo a prevenir o erro inverso praticado em 1929. Essa política foi acentuada nos 20 anos seguintes, sendo hoje apontada como um facto originador de bolhas especulativas.

II. A liquidez disponível, já de si muito elevada, foi exponencialmente aumentada pelos bancos, através de diversas técnicas que abaixo referiremos. Sucederam-se as crises sectoriais: asiática, de 1997 (Coreia, Indonésia e Tailândia), russa, de 1998 e brasileira, de 1999. Depois, tivemos a crise tecnológica de 2000 ⁽²⁹⁾, com episódios impensáveis: a *e-Bay* chegou a valer 8.600 vezes os seus resultados anuais, quando as boas regras mandam que uma unidade produtiva valha de 5 a 20 vezes o seu produto anual, conforme os sectores. O *crash* de 2001/2002, ultrapassado, de novo, com injeções de liquidez da FED, terá sido mais um aviso.

Dois elementos exógenos terão “mascarado” a realidade em marcha: os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001 e os escândalos das contas da Enron, em 2001 e da Worldcom, em 2002. Pensou-se que o *crash* desse ano (8.500 biliões de dólares, de perdas em bolsa, só nos Estados Unidos, com 2.000.000 de postos de emprego perdidos) teria a ver com isso.

III. Essas crises premonitórias foram curtas, enfrentadas com o sacrifício das empresas mais expostas e como sempre, com injeções maciças de liquidez, particularmente da FED. Cada crise era

⁽²⁷⁾ Assim e como exemplos: FRED HARRISON, *Boom Rust: 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'expliquer* (2008).

⁽²⁸⁾ Recordamos WILFRIED KÖLZ, *Die Weltwirtschaftskrise 2010-2014: Börsenzyklen verraten die Zukunft* (2007).

⁽²⁹⁾ O índice Nasdaq estava em 500, no ano de 1991. Depois: 1000, em 1995, 2000, em 1998 e 5130, em Março de 2000. No início de 2009, ela estava abaixo dos 1500.

seguida de um novo período de expansão, em ciclos de *boom/bust* que permitiam repetidos 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. 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 montagem do circuito virtuoso China/Estados Unidos: produção/consumo, com exportação da liquidez chinesa 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, que mantinham elevados níveis de consumo graças ao endividamento, e o empolamento exagerado das retribuições dos grandes gestores são retratados em todas as obras da especialidade ⁽³⁰⁾.

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 600.000 biliões

⁽³⁰⁾ Vide, além dos títulos citados, FRANÇOIS LENGLET, *La crise des années 30 est devant nous* (2007).

de dólares, só nos derivados do crédito e em 2007: 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 inverso ⁽³¹⁾.

5. Cronologia da crise

I. A crise dos *subprimes* (empréstimos imobiliários a famílias de baixos recursos, em termos que abaixo melhor serão referidos) iniciou-se nos Estados Unidos em 2007: num momento de euforia, de tal modo que, embora previsto, não mereceu grande relevo. No imediato, temos o seguinte:

- em Junho de 2007, o banco comercial *Bear Stearns* anuncia 30% de quebra nos lucros do 2.º trimestre, por causa dos *subprimes*;
- em Julho de 2007, a *Countrywide Financial*, leader no sector, divulga quebras severas nos lucros e nas projecções;
- em Agosto de 2007, o *BNP Paribas* decide o congelamento dos resgates em três fundos de investimento, que tinham *subprimes* em carteira.

II. Depois da pausa de Verão, a crise instala-se na banca tradicional mais sólida. Assim:

- em Setembro de 2007, o *Northern Rock* britânico perde 30% do valor em bolsa; uma corrida de clientes leva a mais de 4 biliões de dólares em levantamentos;
- em Outubro, o *Citigroup* refere 57% de queda nos lucros, no 3.º trimestre.

⁽³¹⁾ 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).

O ano termina com uma atenção especial ao petróleo e rumores sobre o estancamento da crise. Na Europa, apesar dos acontecimentos no Reino Unido, mantém-se a ideia de uma crise localizada nos Estados Unidos.

III. Em 2008, a crise financeira vai conhecendo sucessivos agravamentos. Assim:

- em Fevereiro de 2008, o *Crédit Suisse* assiste a uma quebra de 72% nos lucros do quarto trimestre de 2007; pouco depois, o *Northern Rock* é nacionalizado, para evitar a falência;
- em Março de 2008, o AIG (*American International Group*), considerada a maior seguradora do Mundo, anuncia perdas de 5,3 biliões de dólares, no 4.º trimestre de 2007; o *JP Morgan* compra o *Bear Stearns* por 236,2 milhões de dólares: \$ 2 por acção que, um ano antes, valia \$ 70;
- em Abril de 2008, o banco *Wachovia* (4.º maior dos Estados Unidos) recolhe 393 milhões de dólares de prejuízo;
- em Maio de 2008, a agência *Fannie Mae* anuncia um prejuízo, no 1.º trimestre, de 2,19 biliões de dólares;
- em Julho de 2008, a *Indy Mac* entra em quebra;
- em Agosto de 2008, o Tesouro Norte-Americano intervém nas agências *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, assumindo até 100 biliões de dólares de garantias;
- em Setembro de 2008, o banco *Lehman Brothers* entra em insolvência: era o 4.º banco norte-americano, com mais de 10.000 trabalhadores e (antes da crise se agravar) um valor de centenas de biliões de dólares.

Hoje, os analistas consideram que foi um erro básico ter deixado cair o *Lehman*. A partir daí, a confiança dos investidores, indispensável para qualquer mercado mobiliário, foi definitivamente afectada.

IV. Mau grado as fortíssimas injeções de liquidez feitas, de modo concertado, pelos grandes bancos centrais, a crise não foi

sustida. Assim, entre outros episódios e tudo em Setembro de 2008:

- o Tesouro norte-americano intervém no AIG, concedendo-lhe 85 biliões, a troco de 80% do seu capital: uma nacionalização disfarçada;
- é anunciado um plano de 700 biliões, para adquirir “activos tóxicos” e para intervir no mercado de capitais;
- o lucro do *Goldman Sachs* quebra 70%;
- o *Merryll Lynch* é adquirido pelo *Bank of America*: 50 biliões;
- o *Goldman Sachs* e o *JP Morgan* passam a bancos comerciais: o fim da banca de investimento;
- o britânico *Lloyd TSB* compra o *HBOS*, à beira da insolvência;
- o FED injecta 20 biliões no sistema financeiro;
- dificuldades com a aprovação do plano dos 700 biliões, no Congresso, provoca novas quebras na bolsa;
- o *Washington Mutual* (WaMu), 6.º banco, quebra e venda as suas actividades bancárias ao *JP Morgan*, por 1,9 biliões;
- o *Bradford & Bingley* (britânico) e o *Fortis* são nacionalizados, para evitar a insolvência.

A aprovação, em Outubro, do plano Bush, dos 700 biliões de dólares, deveria provocar uma acalmia: veio tarde.

6. O colapso iminente (Outubro/2008); aspectos europeus e 2009

I. O sector bancário foi drasticamente atingido: os mais sólidos bancos mundiais vacilaram ou desapareceram e tudo isso de um dia para o outro. Basta recordar: dificuldades absolutas no *Citi-group*, no *Goldman Sachs* e na *UBS*; desaparecimento, por insolvência ou por absorção do *Bear Stearns*, do *HBOS*, do *Lehman Brothers*, do *Merryll Lynch*, do *Wachovia* e do *Washington Mutual*; publicização ou nacionalização encapotada, para evitar a insolvên-

cia: do *AIG*, do *Dexia*, da *Fannie Mae*, da *Freddie Mac*, do *Northern Rock* e do *Fortis*.

II. Isto levou, em meados de Outubro, ao súbito desaparecimento do mercado interbancário. Nenhum banco adiantava fundos a outro, com receio de ser surpreendido, no dia seguinte, com a notícia da sua insolvência. Os fundos sacáveis eram levantados. Apenas novas e maciças intervenções dos bancos centrais evitaram que o sistema financeiro mundial entrasse em colapso.

III. Na Europa, em 5 de Outubro de 2008, o Governo Federal Alemão estabeleceu uma garantia ilimitada a favor de todas as poupanças na Alemanha. A 10 de Outubro, os ministros das finanças do G7 adoptaram um plano em cinco pontos para evitar o colapso do sistema financeiro mundial. Entre outros aspectos, visava-se evitar a insolvência dos grandes bancos⁽³²⁾. Dois dias depois, os Estados-Membros da EU, o Banco Central Europeu e a Comissão adoptaram uma estratégia comum para a estabilização dos mercados financeiros. Os bancos deveriam conceder créditos; seriam atribuídas garantias públicas; foram tomadas medidas de moralização contabilística.

IV. Foi evitado o colapso. Mas não se conseguiu prevenir que, de financeira, a crise passasse a económica. No princípio de 2009, foram sendo conhecidos os números relativos ao quarto trimestre de 2008. Temos:

- quebras severas nos PIBs de vários países desenvolvidos: surpreendentemente, as economias mais atingidas são as que mais exportavam, com exemplo na Alemanha;
- perdas elevadas no sector financeiro (26,2 biliões na banca americana) e nos seguros (100 biliões, só no AIG);
- perdas astronómicas nos mercados de capitais, mesmo em empresas saudáveis e com lucros elevados;

⁽³²⁾ Medida que, em meados de Fevereiro de 2009, se repercutiu na Alemanha, a propósito do *Hypo Real Estate*: deveria ser “salvo” pelo Estado ou, como entendia a CSU, deixado à sua sorte? Já em Outubro de 2008, o Governo Federal Alemão acudiu com um pacote de 480 biliões de euros para a Banca: insuficiente.

- desemprego em subida acentuada;
- perdas graves no sector automóvel: 31 biliões na GM, 5,9 na Ford e 1,22 na Toyota.

A opção, antes comum e razoável, para as empresas saudáveis, de investir parte dos seus capitais no mercado mobiliário veio a revelar-se catastrófica. Por exemplo, entre nós, uma construtora totalmente saudável e com lucros reais superiores a 40 milhões de euros em 2008, acabou por apresentar mais de 400 de prejuízo, por via da quebra das acções do BCP e da Cimpor, que tinha em carteira.

V. As expectativas para 2009 começaram muito baixas. Para além dos indicadores económicos desfavoráveis, há uma absoluta quebra na confiança das empresas e das famílias, que as levam a adiar investimentos ou simples decisões de despesa. Daí resulta um círculo vicioso: menos consumo, menos trabalho, menos despesa e assim por diante.

III — GÉNESE E LEITURA DA CRISE

7. Minsky: a “hipótese de instabilidade financeira”

I. Como foi possível? Antes de abordar mais detidamente a resposta do Direito português à crise, vamos fazer o ponto dos conhecimentos disponíveis para entender as suas génese e expli-cação.

Sabemos que o rastilho que prenunciou a crise planetária adveio do *crash* imobiliário norte-americano. É curioso referir as suas origens e o seu 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 Minsky ⁽³³⁾. O seu

⁽³³⁾ 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.

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* ⁽³⁴⁾; também se usa “em cavalaria”) ⁽³⁵⁾.

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

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

⁽³⁴⁾ A locução *Ponzi finance* adém 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.

⁽³⁵⁾ A “cavalaria” é a última a chegar à batalha e a primeira a partir, na tradição dos *Westerns*.

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.

8. A génese 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 pro-

grama visava uma *ownership society*, procurou facultar-se a propriedade a camadas crescentes 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 House 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 garantido, 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, acrescentando, 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.

9. 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 expor-

tações 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 *subprimes*.

Chegamos à bolha global: o valor já não tem a ver com o bem em jogo, mas com o preço mobiliário 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 até 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.

10. 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 astronômica 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 bilhões 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 *sub primes*, 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 4.º 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 nominal de 30,5 bilhões de dólares, foi vendido por 6,7 bilhões (um mês antes, valeria 11,1 bilhões). *Merril Lynch* (3.º 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 biliões 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.

11. 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.

Mais 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 proscrevendo práticas obviamente perigosas.

IV — AS MEDIDAS NACIONAIS

12. Teor geral

I. O País perdeu, com a integração europeia e com o regime do euro, a soberania financeira. Aquando da génese da crise, então puramente financeira, teve de assistir, impávido, ao insólito de o Banco Central Europeu, em vez de acudir imediatamente à crise de liquidez e de confiança, continuar a travar uma luta contra uma hipotética inflação, elevando as taxas de juros ⁽³⁶⁾. Foi já com todos os indicadores em alarme que se iniciou, por parte do BCE, a injeção de moeda e, ainda mais tarde, a baixa da taxa dos juros.

⁽³⁶⁾ JOÃO FERREIRA DO AMARAL, *Crise e instituições europeias*, RFPDF 2008, 4, 11-18 (17), apelando a que a política monetária deixe de ser unicamente dirigida à estabilidade dos preços.

II. A crise atingiu o País por via financeira e através das suas exportações. Por via financeira, o desaparecimento da moeda bancária e do próprio mercado interbancário levou a uma completa retracção do crédito e isso num País que depende do mercado financeiro estrangeiro. E levou, ainda, ao afundamento do mercado mobiliário: assente numa bolha e na “loucura colectiva” ⁽³⁷⁾, ele foi submerso em ordens de venda; a baixa das cotações deixou créditos a descoberto, com novas vendas, novas baixas dos cursos e assim por diante.

Quanto às exportações: já de si deficitárias, elas vieram a cair ainda mais, perante a retracção dos diversos mercados.

III. Com a grande maioria das coordenadas *extra muros*, os órgãos nacionais de soberania (só) podiam tomar medidas modestas. Devemos, pois, ter o sentido das proporções, quando se trate de interpretar os diplomas nacionais.

Ainda nesta linha, afigura-se perceptível o facto de as medidas tomadas se dirigirem a aspectos de certa forma marginais. Nos próprios países da União Europeia, de resto, isso veio a suceder: garantir os depósitos, facilitar o crédito a contrair pelos bancos, apregoar a transparência e acudir a casos pontuais de instituições de crédito em perigo.

13. Fundos próprios e recapitalização

I. Num primeiro bloco de medidas, procurou-se reforçar o domínio dos fundos próprios das instituições de crédito e, depois, das sociedades. O Aviso do BP de 14-Out.-2008 teve esse objectivo, tendo sido prolongado, ainda que facultativamente, pela Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro.

O raciocínio parece simples: se os bancos estão enfraquecidos, há que aumentar a sua solidez, densificando os fundos próprios. Mas donde poderão vir esses fundos?

⁽³⁷⁾ VITOR BENTO, *Crise económica, ou mais do que isso?*, RFPDF 2008, 4, 19-35 (21 ss.).

II. As primeiras medidas foram (e são) consideradas pró-cíclicas: é evidente que numa crise de liquidez, no âmbito da qual quase desaparece o mercado inter-bancário, não há *funding*. A melhoria dos rácios só é possível cortando no crédito. Por isso, as medidas foram contraproducentes, tendo o BP de flexibilizar largamente a sua aplicação.

III. Já o dispositivo do Decreto-Lei n.º 63-A/2008, de 24 de Novembro, que veio permitir diversas vias de (re)capitalização, não foi agressivo: elas ficam à disposição das instituições que as pretendam usar.

Entre essas medidas, contam-se algumas algo teóricas, como os aumentos de capital: como, se há acções de instituições bem significativas, cotadas abaixo do par? O Decreto-Lei n.º 64/2009, de 20 de Março, veio, com três meses de atraso, resolver o problema. É óbvio que o seu dispositivo devia ter constado do Decreto-Lei n.º 63-A/2008.

IV. Ainda no domínio da recapitalização, há que inserir a Lei n.º 60-A/2008, de 20 de Outubro, semelhante a outras que, após o quase colapso do início de Outubro desse ano, vieram sendo tomadas nos diversos países europeus: permitem garantias pessoais do Estado, até 20.000 milhões de euros, no âmbito do sistema financeiro.

A medida foi usada pelos bancos: com parcimónia. Desde logo, ela encarece o crédito: é óbvio que a taxa cobrada pelo Estado terá de ser absorvida, no limite, pelo consumidor final do produto financeiro. De seguida: a tornar-se habitual, ela iria inviabilizar os créditos “não-garantidos”; a burocratização do mercado interbancário seria absoluta, com novos entraves ao crédito, maiores custos e, ainda, com uma insuficiência do patamar da garantia, bem à vista.

V. Em suma: pelo prisma dos consumidores dos produtos financeiros, as medidas relativas a fundos próprios e à recapitalização das instituições de crédito só teriam uma eficácia mediata. Mesmo quando contraproducentes, elas sempre melhorariam o nível geral da confiança. Provavelmente a única medida eficaz

veio tarde: a do Decreto-Lei n.º 64/2009, permitindo, na prática, emissões de acções abaixo do par.

14. Informação e transparência

I. Perante a crise dos *subprimes*, contagiada aos mercados de derivados e à finança mundial, fica um sentimento de opacidade: afinal, ninguém sabia o que se transaccionava? O consumidor final dos produtos financeiros, por certo, não o saberia. Daí resultou um clamor geral no sentido de mais informação e maior transparência.

II. O Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, incumbiu-se dessa dimensão. Assim, nos termos do artigo 2.º/1 desse diploma, os “produtos financeiros complexos”:

(...) têm que ser identificados na informação prestada aos aforradores e investidores e nas mensagens publicitárias como produtos financeiros complexos

Além disso (n.º 2) deve haver um prospecto informativo:

(...) em linguagem clara, sintética e compreensível.

Por seu turno, a informação constante do “prospecto informativo” (n.º 3):

(...) tem que ser completa, verdadeira, actual, clara, objectiva, lícita e adequada de modo a garantir o investimento de acordo com critérios de compreensão, adequação e transparência.

Quanto às mensagens publicitárias relativas aos tais “produtos financeiros complexos” (n.º 5):

(...) são sujeitas a aprovação da autoridade responsável pela supervisão do instrumento em causa, sem prejuízo da aplicação do disposto no Código da Publicidade.

A transparência só pode merecer aplauso. Não parece, todavia, que se vá assistir ao lançamento de “produtos financeiros com-

plexos”, no futuro imediato ou de médio prazo. Ainda uma prevenção: o aparecimento de prospectos com a indicação “aprovado pela autoridade de supervisão (BP, ISP ou CMVM)” pode induzir o consumidor final em erro, quanto à solidez do produto. Há que estar prevenido e que prevenir.

III. Ainda o Decreto-Lei n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, veio reforçar os deveres de informação das instituições de crédito, tal como resultavam do RGIC, que foi alterado. Particularmente quanto ao crédito ao consumo (77.º/2, 3, 5 e 6 do RGIC, em nova redacção): há que ajustar todo um conjunto de esclarecimentos. Nas mensagens publicitárias (77.º-C/3), há que inserir, quando possível, “exemplos representativos”.

IV. Foram, ainda, aumentados os deveres de informação perante as autoridades de suspensão, tendo tentado (re)animar-se o Conselho Nacional de Supervisores Financeiros (10.º).

V. Muito importante e, ao que pensamos, com mais alcance prático, surge o Aviso do BP n.º 10/2008, de 9 de Dezembro, para entrar em vigor a 1 de Janeiro de 2009. Aí, em preceitos claros e incisivos, foram determinados deveres de informação e de transparência, a observar pelas instituições de crédito, nas mensagens publicitárias de produtos e serviços financeiros, sujeitos à supervisão do Banco de Portugal (1.º).

15. Medidas pontuais

I. Foram ainda tomadas medidas pontuais de socorro a instituições de crédito em perigo, sempre com o fito declarado de defender depositantes e accionistas e, portanto: o consumidor final de produtos financeiros.

O exemplo emblemático é o da Lei n.º 62-A/2008, de 11 de Novembro, que nacionalizou o Banco Português de Negócios ⁽³⁸⁾.

⁽³⁸⁾ Vide o nosso *Da nacionalização do BPN*, RDS 2009, 57-91.

II. O caso do BPN é atípico. Em bom rigor, ele não teve a ver com a crise que, quando muito, terá precipitado o problema. De facto, o BPN albergava uma série de problemas que haviam sido provocados pela anterior administração. E isso com violação de elementares regras contabilísticas e de tal forma que passaram despercebidos ao regulador.

III. Também os auxílios dispensados ao Banco Privado Português, através da Caixa Geral de Depósitos e a actual discussão quanto a saber se se deve acudir ou deixar cair esse Banco têm mais a ver com a gestão de risco por ele adoptada do que com a crise. Todavia, é sabido que as crises põem a nú problemas que, num ambiente geral de bolhas, passam menos visíveis.

16. Outros aspectos e observações finais

I. Estão em preparação medidas sancionatórias, enquanto se reclama uma moderação nas retribuições dos gestores.

A opinião pública exige uma satisfação. A crise de 2007/2010 devorou fortunas; mas devorou, ainda, as poupanças de milhões de pequenos aforradores, suprimindo milhões de postos de trabalho. Pessoas inocentes vêm a pagar pelos erros dos outros.

II. Nesta ambiência, foram particularmente inábeis os gestores que receberam bónus de muitos milhões, no preciso momento em que as instituições que eles geriam soçobravam, prejudicando muitos pequenos aforradores. Conta-se, pois, com a automoderação das instituições, de modo a prevenir populismos que nada resolvem: afinal, em termos financeiros e perante o que está em causa, a questão é, antes do mais, de ordem ética.

III. As medidas em estudo na Assembleia da República não deveriam misturar o tema das sanções (a aplicar no futuro) com o da moderação retributiva. Esta, de resto, só pode ser associada, por lei, a situações de auxílio público.

IV. O que ficará, para o consumidor final de produtos financeiros, de toda esta jornada?

Parece óbvio que as necessidades de informação e de transparência terão de ser levadas a sério. Produtos de tal modo opacos que as próprias instituições financeiras desistam de os entender não deverem ser usados. Também terá de se aprofundar uma cultura financeira, que previna a entrada de incautos no mercado.

Mais longe: onde falhou a economia e a gestão, ficou o Direito. Os consumidores entregam-se às leis (à regulação) e à comunidade organizada sob o signo do Direito (ao Estado) para assegurar o funcionamento de um sistema. Este, entregue a si mesmo e vítima do seu próprio êxito (a hipótese de Minsky!) entra em desequilíbrio, gerando crises sucessivas.

O futuro imediato permitirá, por certo, outras lições.